

Beloningen van bestuurders in relatie tot de prestaties van de onderneming

Een onderzoek in Nederland naar de aard van de relatie tussen de beloning van topbestuurders en de prestaties van ondernemingen met een beursnotering in de AEX-index over de periode 2004-2007

Scriptie Open Universiteit Nederland
Faculteit der Managementwetenschappen

Student:
A.R. (Alex) van Oeveren
P.C. Hooftlaan 27
1985 BE Driehuis
Studentnummer 838341062

Begeleider:
Dhr. Dr. B. Janssen

Examinator:
Mw. Drs. P.E.M. Castelijns-Bos

18 februari 2009

VOORWOORD

Voor u ligt het eindproduct van de masteropleiding Accounting & Finance die ik aan de faculteit der Managementwetenschappen van de Open Universiteit Nederland heb gevolgd.

Met veel plezier heb ik de afgelopen jaren gestudeerd bij de OUNL. Ik ben begonnen in 2003 met in eerste instantie de ongedeelde opleiding Bedrijfseconomie. Door een langdurig verblijf in Londen en met de toen aanstaande introductie van de bachelor / master structuur heb ik gekozen om over te stappen naar de masteropleiding Accounting & Finance. Uit interesse ben ik bij de ongedeelde opleiding begonnen met de master vakken, welke ik gelukkig kon 'meenemen' bij de overstap naar de bama-variant.

Ik heb relatief weinig problemen gekend bij het doorlopen van het schakelprogramma en de resterende mastervakken. Hooguit de problemen van het prioriteitstellen in de juiste balans in de driehoek, werk-privé-studie.

Begin 2007 ik begonnen met nadenken over het scriptietraject. Het heeft wel even geduurd voordat ik een geschikt onderwerp had gevonden. Ik had mijzelf vastgepind op een onderwerp binnen het vakgebied Earnings Management, waarbij ik bijna alle IFRS standaarden, van leasing tot pensioenen, heb bekeken op geschiktheid. Uiteindelijk is het een onderwerp geworden binnen het vakgebied corporate governance, met als specifiek onderwerp het bezoldigingsbeleid in relatie tot de prestatie van de onderneming.

De succesvolle afronding van het scriptietraject was niet mogelijk geweest zonder de voortreffelijke begeleiding van der heer Janssen en examiner mevrouw Castelijns-Bos. De snelle feedback op tussenproducten en het brainstormen over de afkadering van het onderwerp waren een bron van inspiratie.

Niet in de laatste plaats wil ik mijn vrouw Corine bedanken voor het geduld en steun tijdens de opleiding. In het begin van het scriptietraject is onze dochter Frederique geboren. Aan haar draag ik deze scriptie op.

Alex van Oeveren

Driehuis, 18 februari 2009

SAMENVATTING

Binnen de corporate governance is het bezoldigingsbeleid de laatste jaren een zeer actueel onderwerp. Er zijn talrijke voorbeelden te noemen waarbij een topbestuurder van een onderneming een zeer riant bonus verkreeg, terwijl de aandeelhouder te maken had met koersdalingen als gevolg van wanbeleid en te duur gefinancierde overnames van bedrijven. De hedendaagse corporate governance discussie in Nederland is te herleiden tot één publicatie met een essay in het jaarverslag van de Vereniging voor de Effectenhandel, waarin de beschermingsconstructies ter discussie werden gesteld omdat de Vereniging de mening was toegedaan dat beschermingsconstructies de marktwerking belemmerde (Fentrop, 2005, p. 9). De commissie Peters presenteerde in 1997 een rapport met veertig aanbevelingen met bijzondere aandacht voor het verslag van de raad van commissarissen, de bespreking van strategie en het risicoprofiel in het jaarverslag van de vennootschap. Na toetsing van de aanbevelingen in 1997 en nogmaals in 2002 werd de conclusie getrokken dat bedrijven wel de indruk wekten dat ze de aanbevelingen hadden overgenomen, maar dat de echte invloed ver te zoeken was. In 2003 was het de beurt aan de commissie Tabaksblat om de Nederlandse corporate governance code te introduceren die verplicht werd gesteld voor Nederlandse vennootschappen met een beursnotering vanaf verslagjaar 2004. Na 1 jaar werd het eerste rapport van de Monitoring commissie uitgebracht met een aanvullend onderzoek naar de relatie tussen de prestaties van de onderneming en de beloning van de topbestuurder.

In het verlengde van dit rapport is de voor u liggende master thesis geschreven. De doelstelling van dit onderzoek is enerzijds het belichten van het bezoldigingsbeleid vanuit de corporate governance code en anderzijds het onderzoeken van de relatie tussen de prestatie van de onderneming en de beloning van de bestuurder. De doelstelling vertaald in de probleemstelling luidt:

Wat is de aard van de relatie tussen de totale beloning van topbestuurders en de prestaties van onderneming met een notering in de AEX-index na invoering van de Nederlandse corporate governance code met ingang van verslagjaar 2004.

Aangezien met ingang van 2004 de volledige transparantie aanwezig is in het bezoldigingsbeleid, is 2004 het eerste jaar waarin de totale beloning kan worden onderzocht. Over de periode 2004 tot en met 2007 zijn de beloningen verzameld van de ondernemingen met een beursnotering in de AEX-index per 31 december 2007. Dit heeft geresulteerd in een dataset met 125 observaties. Aan de hand van een viertal modellen is de pay-performance sensitivity onderzocht en is middels een multiple lineaire regressie de mate van samenhang onderzocht tussen de aandeelhoudersbeloning en de optiebeloning van bestuurders.

Op basis van de resultaten van het onderzoek kan geconcludeerd worden dat bestuurders van Nederlandse beursgenoteerde onderneming niet meeprofiteren van de prestaties van de onderneming. De sterkte van de samenhang tussen de aandeelhoudersbeloning en de beloning in de vorm van opties is zwak significant. Er is in Nederland geen sprake van Amerikaanse toestanden waar de fluctuatie in beloningen vele malen groter is.

De uitkomsten van het onderzoek in deze master thesis dienen echter wel genuanceerd te worden. De populatie betreft alleen de ondernemingen met een notering in de AEX-index en de tijdreeks bestrijkt slechts een periode van 4 jaar.

INHOUDSOPGAVE

1 INLEIDING	1
1.1 Algemeen	1
1.2 Doelstelling	2
1.3 Probleemstelling	3
1.4 Onderzoeksvragen	3
1.5 Opbouw van de scriptie	3
2 THEORETISCH KADER	4
2.1 Ondernemingsbeloning	4
2.1.1 Soorten beloningscomponenten.....	4
2.1.2 Jaarverslaggeving omtrent beloningen	4
2.1.2.1 Burgerlijk Wetboek	4
2.1.2.2 Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving.....	5
2.1.2.3 (International Financial Reporting Standards (IFRS)	5
2.2 Corporate Governance	6
2.2.1 Definities van Corporate Governance	6
2.2.2 Corporate Governance theorieën.....	6
2.2.2.1 De agency-theorie	6
2.2.2.2 De Stakeholdertheorie.....	7
2.2.2.3 De legitimacy theorie	7
2.2.2.4 Corporate governance theorieën in relatie tot Nederlandse corporate governance code.....	7
2.2.3 Corporate Governance in Nederland	8
2.3.3.1 De Commissie Peters.....	9
2.3.3.2 De Nederlandse Corporate Governance Code	10
2.3.3.3 De stand van zaken van corporate governance anno 2008.....	11
2.3.4 Uitgevoerd onderzoek naar corporate governance en beloningscomponenten	12
2.4 Samenvatting theoretisch kader	17
3 Empirisch onderzoek	18
3.1 Inleiding	18
3.2 Onderzoeksstrategie	18
3.2.1 Beloningscomponenten	19
3.2.2 Prestatiemaatstaf.....	21
3.2.3 Pay-performance sensitivity (PPS).....	22
3.3 Dataverzameling en bronnen	23
3.4 Dataverwerking en analyse	25
3.5 Samenvatting.....	26
4 Onderzoeksresultaten	28
4.1 Inleiding	28
4.2 Onderzoekspopulatie.....	28
4.3 Resultaten onderzoek.....	29
4.3.1 Algemene beschrijvende statistieken	29
4.3.2 Pay-performance sensitivity	30
4.3.3 Onderzoek naar sterkte van relatie tussen de optiebeloning en het aandeelhoudersrendement (prestatie)	33
4.4 Samenvatting.....	35
5 Conclusies en aanbevelingen	36
5.1 Beantwoording van de onderzoeksvragen	36
5.2 Conclusies	37
5.3 Beperkingen van het onderzoek.....	38
5.4 Aanbevelingen voor nader onderzoek.....	39
LITERATUURLIJST	40
BIJLAGEN	43

1 INLEIDING

1.1 Algemeen

Op 20 juni 2008 heeft de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) weer de jaarlijkse top 10 beloningsschandalen gepubliceerd. De lijst werd aangevoerd door de inmiddels oud-bestuursvoorzitter van Fortis, Jean Paul Votron. Hij kreeg een bonus van euro 2,5 miljoen omdat zijn aandelen- en optiepakket waardeloos was geworden door de dalende beurskoers van Fortis. Bovendien werd zijn beloning met nog eens 73% verhoogd, zonder dat dit aan de aandeelhouders was voorgelegd ter goedkeuring. Tegelijkertijd is Fortis als onderneming euro 15 miljard minder waard geworden met overeenkomstige gevolgen voor de aandeelhouder. Het tweede 'schandaal' betrof de beloning die de oud-bestuursvoorzitter van Ahold, Anders Moberg, meekreeg. Hij kreeg naast zijn afkoopsom van euro 3,4 miljoen een 'gewone' bonus van euro 2,6 miljoen en een basissalaris van 750.000 euro. Samen goed voor euro 7,2 miljoen voor half jaar werken in 2007 ("Votron leidt top 10 beloningschandalen", 2008).

De overheid probeert eveneens haar steentje bij te dragen door de zogenaamde bakenende-norm op te leggen aan bestuurders binnen de overheid. Door de recente kredietcrisis is Fortis het slachtoffer geworden voor de veel te duur betaalde overname van ABN AMRO, waardoor Fortis in de problemen is gekomen. De staat heeft de Nederlandse activiteiten van Fortis overgenomen, inclusief ABN AMRO. Dit wordt gefinancierd middels kortlopende staatsleningen. Recentelijk heeft de Minister van Financiën, Wouter Bos, Michael Enthoven als bestuurder benoemd voor de Nederlandse activiteiten. Hierbij is afgesproken dat er wordt afgezien van bonussen en dat het huidige salarisoniveau gehandhaafd blijft ("Enthoven als bestuurder", 2008). Eén van de vele voorbeelden van het overheidsingrijpen om de bonussen te reguleren.

De discussie rondom het bezoldigingsbeleid is niet van het laatste jaar. Al reeds decennia probeert men aandeelhouders meer invloed te geven op het reilen en zeilen van de onderneming (Fentrop, 2005). In 2003 werd de commissie Tabaksblat geïnstalleerd, welke een "code of best practise" moest gaan schrijven over corporate governance voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, welke uiteindelijk heeft geresulteerd in de Nederlandse corporate governance code, die van toepassing werd verklaard met ingang van het verslagjaar 2004. De Nederlandse corporate governance code volgt in grote lijnen de voorstellen van de Europese Commissie. Specifiek voor de Nederlandse situatie waren de aanbevelingen voor de bezoldiging van bestuurders, hun rechtspositie en eventuele gouden handdrukken (Fentrop, 2005, p. 45). Op 6 december 2004 werd op voorstel van de commissie Tabaksblat een monitoring commissie benoemd, onder leiding van voorzitter Prof. Dr. Jean Frijns, met als taak de bruikbaarheid en de actualiteit van de Nederlandse corporate governance code te bevorderen.

Van Praag (2005) heeft in opdracht van de monitoring commissie een rapport uitgebracht over de relatie tussen de bestuurdersbeloning en de prestatie van de onderneming. Dit rapport heeft als aanbeveling om een aantal jaren na invoering van de Nederlandse code, onderzoek te doen naar deze relatie.

De voor u liggende master thesis bouwt voort op deze aanbeveling.

1.2 Doelstelling

Van Praag (2005) heeft in haar literatuurstudie “relatie beloning van topbestuurders en bedrijfsprestaties” onderzoek verricht naar het in kaart brengen van empirisch wetenschappelijk onderzoek. Van de 26 geselecteerde studies, had 1 studie betrekking op de Nederlandse situatie. Het merendeel van de studies had betrekking op de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.

Van Praag (2005, p. 26) geeft aan dat er in de literatuur twee definities van beloning gehanteerd worden, te weten:

- Direct compensation; bestaande uit alle beloningen ontvangen gedurende een jaar.
- Total compensation; direct compensation inclusief de waardeverandering van de opties en aandelen die een bestuurder reeds in zijn bezit heeft.

Het duo Jensen en Murphy (1990) hebben als eerste onderzoek gedaan naar de relatie total compensation en de prestatie van de onderneming. Het duo Hall en Liebman (1998) hebben de verschillen met andere maatstaven expliciet gemaakt.

De Nederlandse code is verplicht gesteld voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen met ingang van het verslagjaar 2004. Dit is de voornaamste reden waarom er tot op heden niet veel onderzoek is verricht naar de Nederlandse markt. Het onderzoek dat wordt aangehaald in het onderzoek van Van Praag (2005, p. 40) betreft de studie van Duffhues, Kabir, Mertens en Roosenboom (2002) en is slecht vergelijkbaar met andere uitgevoerde studies doordat er niet-gangbare definities gehanteerd worden voor zowel de beloning als prestaties van de onderneming. Duffhues et al. (2002) bestuderen de fracties van de opties (zonder die te waarderen) die het management krijgt in een bepaald jaar in verhouding tot het totaal aan uitgegeven opties (Van Praag, 2005, p. 27). De gebruikte techniek van Duffhues et al. (2002) voor het bepalen van de pay-performance relatie betreft het relateren van boekhoudkundige maatstaven aan de fractie opties van het management van het voorgaande jaar. Binnen de door Van Praag geselecteerde studies (2005, p. 22) voor het onderzoek naar de relatie tussen de beloning en de prestatie van de onderneming valt het onderzoek van Duffhues et al. (2002) ‘buiten de boot’ doordat zij een niet-gangbare definitie gebruiken van stock-beloning. Van Praag (2005, p. 40) concludeert dan ook dat door de onvergelykbaarheid van de beloning in de studie van Duffhues et al. (2002) geen conclusie kan worden getrokken door de onvergelykbaarheid in (o.a.) de gehanteerde definitie van beloning.

De studie van Hall en Liebman (1998) wordt door van Praag (2005) als best practise betiteld en de methode die Hall & Liebman gebruiken aangevuld met de methode gebruikt door het duo Jensen en Murphy (1990) zou een goed inzicht kunnen geven in de relatie ondernemingsprestatie en beloning van de bestuurder in Nederland. Door de transparantie vanaf het verslagjaar 2004, kan nu een dataset opgesteld worden over de periode 2004-2007.

De doelstelling van de scriptie is tweeledig:

- Enerzijds wil de scriptie de beloningen en de corporate governance code vanuit Nederlands perspectief belichten;
- Anderzijds wil het onderzoeken de relatie tussen de prestatie van de onderneming en de beloning van de bestuurder voor de Nederlandse situatie.

Met het onderzoek hoop ik bijdragen aan de inzichtelijkheid van de relatie prestatie van de onderneming en de beloning van de bestuurder en aan de leemte die er thans heerst naar onderzoek in Nederland.

1.3 Probleemstelling

De centrale vraag die in deze scriptie wordt beantwoordt:

Wat is de aard van de relatie tussen de totale beloning van topbestuurders en de prestaties van ondernemingen met een notering in de AEX-index na invoering van de Nederlandse corporate governance code met ingang van verslagjaar 2004.

De centrale vraag zal aan de hand van een aantal deelvragen worden beantwoord, welke zijn geformuleerd in paragraaf 1.4.

1.4 Onderzoeksvragen

De centrale vraag wordt beantwoord naar aanleiding van de volgende deelvragen:

1. Welke beloningscomponenten kent de Nederlandse situatie en hoe is jaarverslaggeving hieromtrent geregeld?
2. Welke corporate governance theorieën zijn van toepassing?
3. Hoe is de hedendaagse discussie rondom corporate governance in Nederland ontstaan?
4. Wat houdt de Nederlandse corporate governance code in en welke impact heeft de code op de Nederlandse situatie?
5. Welke relatie bestaat er tussen de beloning van de topbestuurder en de prestatie van de onderneming wordt onderzocht aan de hand van de volgende deelvragen:
 - a. Hoe is de relatie tussen de ondernemingsprestatie en de beloning van topbestuurders, de zogenaamde pay-performance sensitivity (PPS-relatie)?
 - b. In welke mate profiteert de topbestuurder van ondernemingsprestatie?

1.5 Opbouw van de scriptie

De centrale vraag wordt onderzocht aan de hand van aantal deelvragen die in de volgende hoofdstukken worden behandeld:

- Deelvraag 1 betreffende de beloningscomponenten en de van toepassing zijnde jaarverslaggeving wordt behandeld in paragraaf 2.1.
- Deelvragen 2-4 betreffende de corporate governance theorieën, het ontstaan van de hedendaagse discussie rondom corporate governance in Nederland en de impact van de Nederlandse code wordt besproken in paragraaf 2.2.
- Deelvraag 5 wordt beantwoord aan de hand van empirisch onderzoek waarvan de methodologie wordt besproken in hoofdstuk 3 en de resultaten in hoofdstuk 4.

In hoofdstuk 5 worden de naast de bespreking van de belangrijkste conclusies van het empirisch onderzoek, beperkingen en aanbevelingen gegeven voor vervolgonderzoek.

2 THEORETISCH KADER

2.1 Ondernemingsbeloning

In hoofdstuk 2.1 wordt de ondernemingsbeloning besproken aan de hand van de soorten beloningscomponenten en de jaarverslaggeving die er geldt voor in Nederland gevestigde statutaire vennootschappen.

2.1.1 Soorten beloningscomponenten

Beloningscomponenten zijn er in vele variaties. Een veel gehanteerde onderverdeling van de beloningscomponenten is de verdeling waarbij aangesloten wordt bij de indeling van de RJ 271 (Bergwerff, 2007):

- Beloningen tijdens dienstverband:
 - Lonen, salarissen, premies uit hoofde van sociale verzekeringen en vakantiegeld.
 - Aandelen of het recht aandelen te verwerven, inclusief uitkeringen waarvan het bedrag afhankelijk is van de toekomstige koers van de aandelen in het kapitaal van de rechtspersoon.
- Beloningen in de vorm van (rechten) op uitkeringen in de periode wanneer normaliter geen arbeidsprestaties worden verricht, uitkeringen na afloop van het dienstverband als pensioenuitkeringen en uitkeringen uit hoofde van vervroegde uittredingsregelingen.
- Beloningen in de vorm van uitkeringen bij ontslag.

2.1.2 Jaarverslaggeving omtrent beloningen

De Nederlandse wetgeving rondom de jaarverslaggeving is geregeld in Boek 2 titel 9 van het Burgerlijk Wetboek, welke de voorschriften bevat van de jaarrekening.

In Boek 2 titel 9 is geregeld:

- de presentatie van balans, winst- en verliesrekening en toelichting, jaarverslag directie en overige gegevens;
- grondslagen voor waardering en resultaatsbepaling;
- accountantscontrole;
- publicatie;
- voorschriften voor beleggingsmaatschappijen;
- geconsolideerde jaarrekeningen.

De hoofdregel conform art. 362 lid 1, BW 2 titel 9 is dat de jaarrekening inzicht moet verschaffen in het vermogen, resultaat, solvabiliteit en liquiditeit. Indien noodzakelijk voor het verschaffen van inzicht, dan moet de rechtspersoon afwijken van de regels in BW 2 titel 9 (art. 362 lid 4 BW 2 titel 9). De verdere invulling hiervan is aan het maatschappelijk verkeer en de jurisprudentie overgelaten.

2.1.2.1 Burgerlijk Wetboek

De lasten uit hoofde van de personeelsbeloningen worden verwerkt als onderdeel van het resultaat. De lonen en sociale lasten, met afzonderlijke vermelding van de pensioenlasten dienen in de winst- en verliesrekening, dan wel afzonderlijk te worden opgenomen of vermeld (art 2:377, lid 3 letters e en f, BW respectievelijk art 2:382 BW, laatste zin).

Ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders schrijft art. 2:383 BW voor dat het bedrag aan bezoldiging, met inbegrip van pensioenlasten, en van de andere uitkeringen voor de gezamenlijke en gewezen bestuurders en voor de gezamenlijke en gewezen commissarissen in de toelichting dient te worden vermeld.

Zoals eerder vermeld wordt de invulling van de verslaggeving overgelaten aan de jurisprudentie en het maatschappelijke verkeer. De maatschappelijk aanvaardbare normen zijn vastgelegd in de Richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving.

2.1.2.2 Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving

In de Richtlijnen van de Jaarverslaggeving is een separate paragraaf gewijd aan beloningen, te weten RJ 271. In 2003 heeft de Raad voor de Jaarverslaggeving de nieuwe Richtlijn 271 gepubliceerd, welke gebaseerd is op IAS 19 "Employee Benefits". Deze nieuwe Richtlijn geldt voor boekjaren die beginnen op of na 1 januari 2005. De externe verslaggeving van de personeelsbeloning conform Richtlijn 271 is opgenomen in bijlage 1.

Vanaf 2005 is de toepassing van International Financial Reporting Standards (IFRS) verplicht voor beursgenoteerde ondernemingen. Doordat de centrale vraag van deze master thesis gebaseerd is op beursgenoteerde ondernemingen, blijft Richtlijn 271 hier verder inhoudelijk onbesproken.

2.1.2.3 (International Financial Reporting Standards (IFRS))

De IFRS-standaarden zijn een voortzetting van de International Accounting Standards (IAS). De IFRS worden uitgegeven door de IAS-Board. De IFRS standaarden zijn vanaf 2005 voorgeschreven voor beursgenoteerde in de Europese gemeenschap. Tevens is / wordt IFRS in andere landen ingevoerd, waardoor de vergelijkbaarheid en transparantie sterk worden bevorderd. De betekenis voor het MKB in Nederland is (nog) beperkt.

De verslaggeving omtrent personeelsbeloningen worden behandeld in IAS 19. Het doel van deze standaard is (ter Hoeven, 2006, p. 50):

"Voorschrijven van de administratieve verwerking en de informatieverschaffing van personeelsbeloning, inclusief personeelsbeloning op korte termijn (lonen, jaarlijkse vakantie doorbetaling van loon bij ziekte, winstdeling, bonusregelingen en voordelen in natura); pensioenen, levensverzekeringen na uitdiensttreding; en andere beloningen op lange termijn (sabbatsverlof, uitkeringen voor arbeidsongeschiktheid, uitgestelde vergoedingen en lange termijnwinstdeling en bonussen)".

De kernelementen van IAS 19 zijn opgenomen in appendix 2. De op aandelen gebaseerde betalingen zijn opgenomen in IFRS2, waarvan de kernelementen zijn opgenomen in appendix 3.

2.2 Corporate Governance

In paragraaf 2.3 wordt de corporate governance besproken. Allereerst zal er worden ingegaan op wat er wordt verstaan onder corporate governance en welke theorieën van belang zijn. Vervolgens zal worden ingegaan op het ontstaan van de hedendaagse discussie rondom corporate governance in Nederland en wat de situatie anno nu is met betrekking tot naleving van de Nederlandse corporate governance code. Vervolgens zal er worden ingegaan op de relevante literatuur die er te vinden is op het gebied van de corporate governance en beloningen.

2.2.1 Definities van Corporate Governance

Wat is corporate governance? In de loop der jaren is er veel literatuur te vinden en zien geweest op corporate governance gebied. Corporate governance is een breed en omvangrijk begrip. Peters (2002) beschrijft corporate governance als “besturen en beheersen, over verantwoordelijkheid en zeggenschap en over verantwoording en toezicht”. Hall en Liebman (1998) halen in hun studie “Are CEOs really paid like bureaucrats” (1998, p. 7) het werk van Shleifer and Vishny (2005) aan waarin volgens hun de centrale vraag van corporate governance is “determining how the suppliers of finance get the managers to return some of the profits to them”, waarna Hall en Liebman (1998, p. 7) aanhaken met het statement “shareholders in large publicly traded corporations have extremely limited ability to observe the actions of top executives or to judge whether the actions are appropriate”.

In deze studie gaat het over de corporate governance situatie in Nederland, waarbij in het vervolg wordt aangesloten op de definitie van Peters (2002).

2.2.2 Corporate Governance theorieën

Het vraagstuk van corporate governance staat nadrukkelijk “in de maatschappelijke schijnwerpers” (Boot & Soeting, 2004, p. 178). Er zijn diverse corporate governance theorieën in omloop. Ten eerste bestaat er de agency-benadering waar het corporate governance probleem zich primair bevindt tussen het management van een onderneming en de aandeelhouder. Ten tweede de bredere stakeholdertheorie die aansluit bij alle groepen die belang hebben bij de onderneming. Ten derde de meest brede zienswijze, te weten de legitimacy-benadering, gekenmerkt door wisselwerkingen tussen de onderneming en omgeving.

2.2.2.1 De agency-theorie

De agency-theorie komt voort uit de scheiding van eigendom en management / beheer (Boot & Soeting, 2004). Hierbij vormt de principaal de aandeelhouder en de bestuurder de agent. De aandeelhouders delegeren hierbij de bevoegdheid aan de bestuurders van de onderneming. Jensen en Meckling (1976, p. 308) definiëren een principaal-agent relatie als “a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegation some decision delegated authority to the agent”. Vanuit de economische theorie vormt het principaal-agent (moral hazard) probleem de belangrijkste toepassing voor het

toepassen van de prestatiebeloning (Van Praag, 2005, p. 13). Zij geeft hierbij drie kenmerken aan voor het ontstaan van een principaal-agent probleem:

- Er bestaat een belangenconflict tussen partijen. Aandeelhouders streven waardecreatie na terwijl bestuurders andere belangen kunnen hebben, zoals carrière en welvaart.
- Bestuurders van de onderneming hebben meer informatie ontrent hun onderneming dan de aandeelhouders. Er is zogenaamd sprake van asymmetrische informatie.
- Aandeelhouders en bestuurders hebben verschillende risicohoudingen. Aandeelhouders hebben vaak een gediversifieerde portfolio van aandelen en zijn risiconeutraal. Bestuurders zijn risico-avers doordat zij met hun carrière en (menselijk) kapitaal zijn verbonden aan de specifieke onderneming.

Doordat de belangen van de aandeelhouders niet maximaal worden uitgenut ontstaan de zogenaamde agency-kosten. Door het toepassen van een prestatiebeloning kunnen de agency-kosten worden verminderd en zodoende de waardecreatie worden verhoogd.

2.2.2.2 De Stakeholdertheorie

De stakeholder-theorie is breder van omvang dan de agency-theorie. De agency-theorie focust alleen op het eigen belang en focust primair op belangenconflicten tussen bestuurder en aandeelhouders. De stakeholder-theorie neemt ook de relaties tussen het management en de aandeelhouders in aanmerking. Het is mogelijk de verschillende relaties vanuit meerdere invalshoeken te benaderen (Boot & Soeting, 2004, p. 181):

- Normatief (hoe dient het management met stakeholders om te gaan?);
- Instrumenteel ('het in goed overleg samenwerken met stakeholders leidt tot betere resultaten');
- Beschrijvend ('het onderkennen en beschrijven van de belangen en wensen van stakeholders').

2.2.2.3 De legitimacy theorie

De legitimacy theorie koppelt de agency- en stakeholdertheorie aan elkaar en breidt het verder uit tot de totale groep die bij de onderneming betrokken zijn. Je kunt bijna stellen dat het gaat om de relatie tussen onderneming en de omgeving. De kern van de theorie is dat de onderneming zich niet kan veroorloven om de samenleving te negeren. Legitimatie is vooral gebaseerd op formele instituties, waarbij het gaat om de beleving van de burger (Boot & Soeting, 2004, p. 182).

2.2.2.4 Corporate governance theorieën in relatie tot Nederlandse corporate governance code.

Wat betekenen de besproken theorieën nu voor de Nederlandse corporate governance code, welke in paragraaf 2.3.3.2 nader aan de orde komt?

Boot en Soeting (2004, p. 184) stelt dat de gevoerde discussie rondom de Nederlandse corporate governance code zich concentreert rondom een viertal aandachtspunten:

1. grotere afhankelijkheid in het toezicht;
2. duidelijker verantwoordingsplicht van bestuurders;
3. meer transparantie;
4. een grotere rol en verantwoordelijkheid van de aandeelhouders door het evidente financiële belang waardoor de positie van de aandeelhouder dient te worden versterkt.

De eerste drie aandachtspunten komen neer op het verbeteren van de 'checks and balances'. Dit sluit aan op de drie genoemde theorieën. Het vierde punt sluit primair aan op de agency-theorie.

Boot en Soeting (2004) beschrijven op pagina 183 dat huns inziens de ruime aandacht die de beloningen in de Nederlandse corporate governance code krijgt over onvoldoende verantwoorde beloningen geïnterpreteerd zou kunnen worden enerzijds om het agency-probleem met het management meer in goede banen te leiden. Anderzijds lijkt de legitimacy-benadering een betere verklaring hiervoor. Boot & Soeting vervolgen dat de al dan niet terechte kritiek op de 'zichzelf verrijkende bestuurders' als een vertrouwensvraagstuk dient te worden gezien, waarbij de beloning een belangrijke rol speelde.

2.2.3 Corporate Governance in Nederland

De hedendaagse discussie rondom corporate governance in Nederland is te herleiden tot één publicatie die bij het verschijnen ervan nauwelijks is opgemerkt (Fentrop, 2005). Deze publicatie: 'De Aandeelhouder, beschermingsconstructies en de Effectenbeurs' was opgenomen in het jaarverslag van de Vereniging van de Effectenhandel over 1985, gepubliceerd in mei 1986.

De aanleiding voor het essay in het jaarverslag was om de markt voor risicodragend kapitaal beter te laten functioneren dan voordien.

In 1985 beleefde de Effectenbeurs een uitbundige groei, steeg de algemene aandelenindex met 41% naar een record op de laatste handelsdag van het jaar en werd het van groot belang geacht om de markt voor risicodragend kapitaal beter te laten functioneren dan voorheen. Het beursbestuur van de Vereniging van de Effectenhandel was de mening toegedaan dat beschermingsconstructies de marktwerking belemmerde en vermoedde bovendien dat de beschermingsconstructies de koers/winst-verhouding van in Amsterdam genoteerde ondernemingen omlaag drukten. De vereniging had behoefte aan duidelijke criteria ter beoordeling van de toelaatbaarheid van de diverse beschermingsconstructies en vroeg daartoe advies aan een speciaal daarvoor aangestelde brede commissie onder leiding van prof. Mr. W.C.L. van der Grinten met leden uit alle takken van sport. De taakopdracht van de commissie werd vastgelegd in vier kernvragen (Fentrop, 2005, p. 11):

- Welke zijn de bestaande beschermingsmaatregelen?
- Wat zijn de voor- en nadelen van deze regelingen?
- Hoe moet de aanvaardbaarheid ervan voor beursgenoteerde ondernemingen worden beoordeeld?
- Welke concrete aanbevelingen houden de antwoorden op bovenstaande vragen in voor de op door de Vereniging te hanteren richtlijnen met het oog op de bevordering van een actieve kapitaalmarkt?

In 1987 bracht Elsevier een openbaar bod uit op Kluwer, tegen de zin van het zittende management. Discussies rondom vijandige overnames in Nederland laaiden op. Dit had ook gevolgen voor besprekingen van de commissie van der Grinten. De meeste leden van de commissie waren op de een of andere manier betrokken en niet iedereen kon de gewenste afstand nemen van de discussie. De commissie kon niet tot een eenduidig oordeel komen, maar adviseerde de Vereniging van de Effectenhandel om de zaken onveranderd te laten. In 1988 werd besloten om dit advies niet over te nemen en de vereniging kwam met het voorstel om beschermingsconstructies te ontkrachten door Certificering, waarbij het bestuur van het administratiekantoor door certificaathouders zou worden benoemd (Fentrop, 2005, p.12). Tot die tijd had de politiek zich nog weinig

met het onderwerp bemoeid. Het duurde nog zeker tot 1992 voordat de politiek zich een mening vormde over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies. Er moest wel een mening komen omdat de interne markt van de Europese Gemeenschap tot stand kwam en er ook vanuit de Europese Commissie initiatieven kwamen om beschermingsconstructies te elimineren. 1992 was tevens het jaar waarin in het Verenigd Koninkrijk de eerste corporate governance code publiceerde onder leiding van sir Cadbury. In Nederland werd de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) opgericht waarin bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen zich hadden georganiseerd om de plannen van de Vereniging van de Effectenhandel het hoofd te bieden (Fentrop, 2005, p.14). Beide verenigingen bereikten in hun discussies verschillende compromissen, maar vonden geen goedkeuring van de politiek, die zich in 1992 op het standpunt had gesteld dat bescherming tegen het bestuur onwelgevallige overname hooguit een tijdelijk karakter mocht dragen. In 1995 lag er weer een nieuw beginselakkoord tussen beide verenigingen waaruit bleek dat zij waren afgestapt van de gedachte van volledige zelfregulering, uitmondend in een voorstel om een panel op te richten dat overnames en bescherming zou moeten toetsen (Fentrop, 2005, p.16). Dit voorstel was onvoldoende doordacht en bleek volgens het ministerie van Economische Zaken in strijd met het Europese verdrag van de rechten van de mens. Eén van de zaken die in het voorstel van de verenigingen aan de orde kwam was dat de discussie breder werd getrokken. Eerst ging het alleen over de rol bestuurders en aandeelhouders bij overnames, maar werd tevens aandacht besteed over de wenselijke invloed van aandeelhouders in de zogenaamde 'vredestijd', dus ook in niet-overname situaties. In 1996 kwam de Europese Commissie met een afgezwakt bindende overnamerichtlijn, die lidstaten ruimte biedt voor invulling hiervan (Fentrop, 2005, p.18). Als onderdeel van het laatste compromis van beide verenigingen was tevens overeengekomen dat er een aparte commissie zou worden benoemd die corporate governance onder de loep zou nemen (Fentrop, 2005, p.19).

2.3.3.1 De Commissie Peters

Aandeelhouders moeten meer zeggenschap krijgen, alleen waarover precies dat stond nog niet vast. Begin 1996 is er een commissie ingesteld om de gedachte ondernemingsbestuur en controle verder vorm te geven. De aanbevelingen van de commissie zouden in een soort protocol worden vastgelegd. De commissie werd op 9 april 1996 door de voorzitter van de Vereniging van de Effectenhandel geïnstalleerd en als voorzitter van de commissie was drs. J.F.M. Peters (ex Aegon) benoemd (Fentrop, 2005, p.22). Op 27 juni 1997 werd het rapport gepresenteerd. De commissie had in haar eerste rapport geen voorstellen voor wetswijziging gedaan en meende dat "door gebruik te maken van de in de bestaande wetgeving geboden mogelijkheden en met toepassing van de aanbevelingen van de commissie een verbetering van de Corporate Governance in Nederland door zelfregulering kan worden bereikt" (Fentrop, 2005, p. 24). Het rapport 'Corporate Governance in Nederland' met de veertig aanbevelingen van de commissie Peters diende op de één of andere manier gemeten te kunnen worden. De commissie had geadviseerd dat naleving door zelfregulering zou worden geregeld. In het rapport werd beschreven dat als aanbeveling de commissie zou komen met een monitoring rapport na het jaarverslagenseizoen van 1998 met in het bijzonder aandacht voor (Fentrop, 2005, p. 26):

- het verslag van de raad van commissarissen;
- de bespreking in het jaarverslag van de strategie, het risicoprofiel en de interne beheersingssystemen van de vennootschap en de naleving van de 40 aanbevelingen;

- de als 'toetspunten' aangemerkte onderwerpen waarop kapitaalverschaffers volgens de commissie serieuze invloed zou kunnen uitoefenen.

Op 3 december 1998 werden de onderzoeksresultaten van het monitoring rapport gepresenteerd op basis van 159 Nederlandse beursfondsen. Met het uitbrengen van het rapport zat het werk van de commissie Peters erop. De eenmalige rapportage had een verdeeld beeld opgeleverd. De overheid zou de maatregelen nemen die toen nodig leken (Fentrop, 2005, p. 28).

2.3.3.2 De Nederlandse Corporate Governance Code

Op 30 november 1999 werd de stichting Nederlandse Corporate Governance Stichting (NCGS) opgericht door Amsterdam Exchanges (nu Euronext Amsterdam) met als voorzitter de heer Peters. De stichting hield de discussie rondom corporate governance in Nederland levende gedurende de beurshausse in het begin van 2000. Een combinatie van het aantal beleggers en dalende beurskoersen maakten de maatschappelijke relevantie van corporate governance beter zichtbaar. De schandalen bij Enron en Worldcom waren aanleiding in de Verenigde Staten tot invoering van de Sarbanes-Oxley-Wet in 2002 (Fentrop, 2005, p. 31).

In 2002 heeft de NCGS Dr. A. de Jong en Dr. P.G.J. Roosenboom van de vakgroep Financieel Management van de faculteit bedrijfskunde van de Erasmus Universiteit te Rotterdam, gevraagd te onderzoeken in welke mate bedrijven de 40 aanbevelingen van de commissie Peters uit 1997 hadden gevolgd. De onderzoekers concludeerden dat op een aantal punten vooruitgang was geboekt en dat het met de transparantie goed was gesteld. Bedrijven verschaften meer inzicht over hun kwantitatieve strategische doelstellingen. De algehele conclusie van de onderzoekers was dat bedrijven wel de indruk trachten te wekken dat ze de aanbevelingen hadden overgenomen, maar dat de echte invloed van de aanbevelingen zeer beperkt was / afwezig was (Fentrop, 2005, p.32). Op basis van het rapport uit 2002 had de oud-voorzitter van de commissie Peters (Jaap Peters) 5 jaar na dato eveneens geconcludeerd dat het niet was gelukt met zelfregulering en dat het niet aan het bedrijfsleven zelf kan worden overgelaten om corporate governance te verbeteren (Fentrop, 2005, p. 33).

Geholpen door het feit dat wanbeleid was geconstateerd in 2002 bij HBG, Gucci en Rodamco North America en de Ahold-affaire hebben eenieder doen inzien dat er ook in Nederland een nieuwe corporate governance code nodig was. Nog geen maand na de affaire van Ahold brachten het Ministerie van Financiën en VNO-NCW in een gezamenlijk persbericht naar voren dat er een nieuwe commissie zou komen die voor het einde van 2003 een hernieuwde 'code of best practise' over corporate governance voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen moest schrijven (Fentrop, 2005, p. 38). In de taakopdracht van de nieuwe commissie ging het niet om nieuwe wet- of regelgeving, maar zelfregulering bleef het antwoord. De samenstelling van de commissie bestond uit 11 leden met als voorzitter Morris Tabaksblat. Reeds op 1 juli 2003 werd een concept code gepresenteerd aan pers en publiek door de commissie. Na publicatie van het rapport is er een golf aan publiciteit ontstaan, getuige de hoeveelheid krantenberichten (Fentrop 2005, p. 45). De commissie volgde in grote lijnen de richtlijnen van de Europese Commissie. Puur Nederlands waren de aanbevelingen ten aanzien de bezoldiging van bestuurders, hun rechtspositie en eventuele gouden handdrukken en een beperking van het aantal commissariaten.

De commissie Tabaksblat had uiteindelijk meer dan 250 reacties gehad op het eerste concept. Uiteindelijk publiceerde de commissie op 9 december 2003 de definitieve versie van de Nederlandse Corporate Governance Code (Fentrop, 2005, p. 46).

De Nederlandse corporate governance code is van toepassing op alle vennootschappen met een statutaire zetel in Nederland en waarvan de (certificaten van) aandelen zijn toegelaten van tot de officiële notering van een van overheidswege erkende effectenbeurs en is van toepassing met ingang van het verslaggevingsjaar 2004. De code is onderverdeeld in 5 hoofdstukken: 1. naleving en handhaving van de code, 2. het bestuur, 3. de raad van commissarissen, 4. de aandeelhouders en 5. de audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant .

In het kader van deze scriptie is de bezoldigingscomponent van het bestuur (hoofdstuk 2 van de code) het meest belangrijkste aspect, waarvan in bijlage 5 de integrale tekst is opgenomen.

2.3.3.3 De stand van zaken van corporate governance anno 2008

Hoe is het nu gesteld met de Nederlandse corporate governance code?

Fentrop (2005, p. 53) stelt dat aandeelhouders op het niveau van de onderneming zelf hun positie moeten bevechten. Wat heeft 2 decennia van overleg dan opgeleverd? De aandeelhouders hebben nu recht op veel meer informatie. Jaarverslagen anno nu zijn veel dikker dan in 1986 en via de websites van de ondernemingen bieden zij tal van andere gegevens aan. Op het gebied van transparantie is hiermee veel verbeterd. Van de commissie Peters kregen de aandeelhouders het recht van agendering en decharge als agendapunt. Van de commissie Tabaksblat kregen de aandeelhouders recht het bezoldigingsbeleid vast te stellen, een volwaardige rol bij het vaststellen van beleid en het recht bestuurders te benoemen en ontslaan (Fentrop, 2005, p. 53).

In het maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie gaan Boot en Wallage (2006) in op het grote maatschappelijke belang van een goede naleving van de corporate governance code in Nederland. Op voorstel van de commissie Tabaksblat is op 6 december 2004 de Monitoring Commissie Corporate Governance Code onder voorzitterschap van Prof. Dr. Jean Frijns, Hoogleraar Investments aan de vrije Universiteit van Amsterdam, ingesteld met de taak de actualiteit en bruikbaarheid van de Nederlandse corporate governance code te bevorderen. Op 20 december 2005 is het eerste rapport van de commissie Frijns uitgekomen en men is positief over naleving van de code.

In december 2007 heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code haar derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code uitgebracht. De commissie rapporteert dat er een zeker stabiliteitsstandpunt lijkt te zijn bereikt. De naleving van de code in 2006 is licht gedaald van 96% naar 95% in 2005. De naleving van de best practice bepalingen is over de bezoldiging van bestuurders is met 85% nog altijd relatief laag. Het gemiddelde opkomstpercentage op de aandeelhoudersvergadering in 2006 ligt op 57% (2005: 56%). In empirisch onderzoek van de Rijksuniversiteit van Groningen en Towers Perrin naar de bezoldiging van bestuurders en de ondernemingsprestaties heeft de volgende resultaten opgeleverd (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2007, p. 8):

- De hoogte van bezoldiging van Nederlandse bestuurders laat geen afwijkend beeld zien voor Nederland in vergelijking tot andere Europese landen.
- De totale beloning van Nederlandse bestuurders was in 2006 beduidend hoger dan in 2002. Dit is in lijn met de Europese praktijk. In die periode zijn de ondernemingen ook in omvang gegroeid. Het beloningsniveau bij grote

ondernemingen is hoger en stijgt sneller dan bij kleine ondernemingen. De bezoldiging van de voorzitter van de raad van bestuur lijkt sterker te stijgen dan die van de overige leden van de raad van bestuur. Een belangrijk bestanddeel van de stijging van de totale (ex post) beloning is de waardestijging op de (voorwaardelijk) toegekende aandelen.

- Er bestaat een tamelijk grote variëteit aan prestatie maatstaven. Financiële maatstaven worden beduidend meer gehanteerd dan kwalitatieve maatstaven.
- De rol van de remuneratiecommissie is cruciaal in het onderhandelingsproces en bij de vaststelling van een contract met een bestuurder. De kans dat de remuneratiecommissie bij het beloningcontract de optimale uitkomsten bereikt, is het grootst wanneer er binnen de commissie voldoende kennis bestaat van de organisatie en van bezoldiginginstrumenten en deze onafhankelijk gepositioneerd is ten opzichte van de raad van bestuur.
- Er bestaat in Nederland een positieve correlatie tussen aandeelhouderswaarde en de hoogte van de totale beloning. De contante bonus vertoont een positieve correlatie met omzet en winstgevendheid. De toekenning van aandelen en opties is sterk gerelateerd aan creatie van (relatieve) aandeelhouderswaarde.
- De meerderheid van de voortijdig vertrokken bestuurders ontvangt een vergoeding. Deze ligt vaak boven het uitgangspunt in de Code van één jaarsalaris. Internationaal liggen de ontslagvergoedingen in het algemeen hoger dan eenmaal het jaarsalaris.

Begin juni 2008 is een rapport verschenen van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code waarin de balans wordt opgemaakt van 3 jaar naleving van de code. De belangrijkste conclusies zijn (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2008, p. 4):

- Meer dan 50% van de beleggers maakt nooit gebruik van een stemadvies bureau.
- De institutionele beleggers beschouwen de corporate governance maatregelen in Nederland op het gebied van de bescherming van de rechten van de aandeelhouders minder effectief dan in de Verenigde Staten. Op basis van 4 geformuleerde stellingen op een schaal van 1 (volstrekt mee eens) tot en met 7 (volstrekt mee oneens), vinden beleggers (onder andere) dat minderheidsaandeelhouders in Nederland (3.7) niet zo goed beschermd zijn als in de Verenigde Staten (4.4) en dat het ter beschikking stellen van financiële informatie in Nederland (4.6) minder is dan in de Verenigde Staten (5.1). De perceptie komt onder vrijwel alle beleggingsgroepen voor. Samenvattend wordt gesteld dat Nederland op de goede weg is, maar dat het systeem in de Verenigde Staten vanuit aandeelhouders perspectief als superieur wordt beschouwd.
- Belangrijkste oorzaken die leiden tot bemoeienis met bestuurders zijn: conflicten over doelstellingen en strategie, voorgenomen acquisities, achterblijvende koers en resultaten en overmatige beloningen van bestuurders.
- Beleggers vinden dat de salarissen van de Nederlandse CEOs niet hoeft te worden verlaagd, maar de vertrekvergoedingen dienen wel te worden ingeperkt.

2.3.4 Uitgevoerd onderzoek naar corporate governance en beloningscomponenten

Het empirisch onderzoek van deze scriptie richt zich op het beantwoorden van de vraag wat de aard van de relatie is tussen de ondernemersbeloning en de bedrijfsprestaties in Nederland over de periode 2004 tot en met 2007.

Van Praag (2005) heeft in haar literatuuronderzoek "Relatie beloning van topbestuurders en bedrijfsprestaties" onderzoek gedaan naar het in kaart brengen van empirisch wetenschappelijk onderzoek rondom deze relatie.

Aantal	Auteurs	Jaar	land	Periode
1	Jensen en Murphy	1990	VS	1974-1986
2	Hall en Liebman	1998	VS	1980-1994
3	Schaefer	1998	VS	1991-1995
4	Aggarwal en Samwick	1999	VS	1993-1996
5	Bryan et al	2000	VS	1992-1997
6	Perry en Zenner	2001	VS	1992-1997
7	Bertrand en Mullainathan	2001	VS	1984-1991
8	Core et al.	2003	VS	1992-1997
9	Aggarwal en Samwick	2003	VS	1993-1997
10	Garvey en Millbourn	2003	VS	1992-2001
11	Hall en Knox	2004	VS	1996-2000
12	Baker en Hall	2004	VS	1980-1994
13	Cichello	2005	VS	1993-2000
14	Brunello et al.	1997	Italië	1993-1994
15	Kraft en Niederprum	1999	DL	1987-1996
16	McKnight en Tomkins	1999	VK	1991-1995
17	Conyon en Schwalbach	2000	VK/DL	1969-1994
18	Conyon et al.	2000	VK	1997-1998
19	Conyon en Murphy	2001	VS/VK	1997
20	Girma et al.	2002	VK	1981-1996
21	Duffhues et al.	2002	NL	1997
22	Buck et al.	2003	VK	1997-1998
23	Stathopoulos et al.	2004	VK	1995-2000
24	Renneboog en Trojanowski	2003	VK	1988-1993
25	Kaserer en Wagner	2004	DL	1990-1993 1998-2003
26	Yurtoglu en Haid	2004	DL	1987-2001

Van Praag (2005, p. 22)

In een steekproef van 26 studies is onderzocht welke maatstaven zijn gebruikt voor het beantwoorden van de vraag wat de relatie is tussen de beloning van bestuurders en de prestaties van het bedrijf.

De meeste studies bestrijken een periode in de jaren '90. Voor wat betreft de verdeling over tijd concludeert Van Praag dat de bevindingen die uit de 26 onderzoeken naar voren komen voor de Verenigde Staten betrekking hebben op de periode 1992 – 1997 en voor Europa de periode 1997 – 1998 (Van Praag 2005, p. 23),

Een opvallend verschil tussen de uitgevoerde studies was het verschil in gebruikte maatstaven, waarmee de prestaties van het bedrijf worden gemeten. In de Verenigde Staten is uitsluitend gebruik gemaakt van aandelenrendementen, terwijl de studies betrekking hebbende op Europa de beloning vaak aan boekhoudkundige maatstaven relateren (2005, p. 24).

Sinds het onderzoek van Hall en Liebman (1998) worden er in de literatuur 2 verschillende definities gehanteerd voor de totale beloning (Van Praag, 2005, p. 26):

- “flow” of “direct” compensation: alle beloning ontvangen gedurende het jaar, bestaande uit salaris, bonus, ontvangen opties, ontvangen aandelen en overige beloning.
- “stock” of “total” compensation: “flow” beloning met daaraan toegevoegd de waardevermeerdering die ontleend wordt aan alle opties en aandelen die de bestuurder in het bezit heeft.

Jensen en Murphy (1990) hebben als eerste de tweede maatstaf gebruikt. Hall en Liebman (1998) hebben de verschillen met andere maatstaven expliciet gemaakt.

De volgende tabel presenteert een overzicht van gebruikte beloningscomponenten in de 26 bestudeerde onderzoeken:

Beloningscomponenten	Verenigde Staten	Europa
Cash	0	5
Flow	4	3
Stock	6	4
Waarde van aandelen / opties	3	0

Van Praag (2005, p. 27)

Het aantal studies genoemd in de tabel telt op tot 25. De studie van Duffhues et al. (2002) blijft buiten beschouwing omdat deze slecht vergelijkbaar is met de andere uitgevoerde studies doordat gebruik van niet-gangbare definities voor zowel de beloning als prestaties van de onderneming, zoals reeds genoemd in paragraaf 1.2.

De Europese studies die gebruik maken van “stock” beloning hebben allen betrekking op het Verenigd Koninkrijk en zijn van recente datum. Dit vanwege het feit dat de publicatieplicht van gegevens die nodig zijn om de “stock” beloning te berekenen in Europa recentelijk is ingevoerd met als eerste in het Verenigd Koninkrijk (Van Praag, 2005, 27). De studies die betrekking hebben op Europa met als beloningscomponent de “stock” beloningen zijn:

- Conyon en Murphy (2000) beschrijven in hun artikel “The prince and the pauper?” het onderzoek wat zij gedaan hebben naar de relatie ondernemingsbeloning en prestatie van de onderneming in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Zij hadden voor de vergelijking tussen deze twee landen gekozen omdat dit de enige landen waar volledige publicatieplicht gold om de totale beloning van executives te berekenen. Hun onderzoek was gebaseerd op beloningsdata uit 1997 en had betrekking op 510 ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk en 1667 ondernemingen in de Verenigde Staten. Hun conclusie was dat in de Verenigde Staten de pay-performance sensitivity aanzienlijk hoger is dan in het Verenigd Koninkrijk: “Overall, the pay-performance sensitivity is substantially higher in the United States than in the United Kingdom, for every size and industry group. Moreover, the indirect relation between cash compensation and stock-price performance is also more strongly positive in the United States than the United Kingdom” (2000: p. 668). Dan als meer specifieke reden: “Although base salaries are modestly higher in the United States and annual bonuses substantially higher, the driving force behind the US premium is the prevalence and sheer magnitude of share option grants to US executives (2000, p. 668).
- Stathopoulos, Espenlaub en Walker (2004) hebben onderzoek gedaan over de periode 1995 – 2000 naar de aanwezigheid van de relatie of een bovenmatige prestatie leidt tot een verandering in de beloningsstructuur. Zij concluderen dat “the results on the time-series of pay-performance sensitivity indicate that a single year’s abnormal performance doesn’t cause systematic changes, in the short run, in the structure of a managerial remuneration contracts (2004, p.29).
- Buck, Bruce, Main en Udeni (2003) hebben over de periode 1997 – 1998 onderzocht in hoeverre de introductie van LTIPs (Long Term Incentive Plans) in 1995 in het Verenigd Koninkrijk de pay-performance sensitivity hebben beïnvloed. Buck et al. (2003) concluderen dat de introductie van LTIPs gepaard gaan met een lagere performance-pay sensitivity. Als één van de mogelijke verklaringen wordt aangegeven dat de LTIPs niet gelinkt zijn aan de ontwikkeling van de aandelenkoers, “Under LTIPs, rewards are often mechanically linked with

EPS (earnings per share), with TSR (total shareholder return) and with the relative performance of peer groups of companies” (2003, p. 1717).

- Conyon, Peck, Read en Sadler (2000) vergelijken de aard van de aandelen- en optiecontracten voor executives in het Verenigd Koninkrijk in de jaren 1997 en 1998. Conyon et al. (2000) concluderen dat in 62% van de contracten het uitoefenen van opties verbonden is aan een target op basis van een boekhoudkundige maatstaf (Van Praag, 2005, p. 39).

Na de studie van Van Praag (2005) zijn er nog een aantal andere studies verschenen die de relatie tussen de beloning van bestuurders en de prestatie van de onderneming hebben onderzocht. Deze studies zijn samengevat in de onderstaande tabel (niet uitputtend):

Aantal	Auteurs	Jaar	land	Periode
1	Cornelisse et al.	2005	NL	2002-2003
2	Van Ees et al.	2007	NL	2002-2006
3	Ozkan	2007	UK	1999-2005
4	Mertens et al.	2007	NL	2002-2006
5	Chang et al.	2008	VK	1994-2005
6	Block	2008	VS	1993-2002
7	Brick	2008	VS	1992-2004

De studies genoemd in de bovenstaande tabel worden hieronder nader uiteengezet:

- Cornelisse, Duffhues en Kabir (2005) hebben onderzoek gedaan naar de relatie tussen de beloning van topbestuurders en de prestaties van de ondernemingen waaraan zij leiding geven. Zij hebben onderzoek gedaan naar beursgenoteerde ondernemingen (AEX, AMX en lokale fondsen van Euronext Amsterdam) over de jaren 2002 en 2003. Ondanks dat de code Tabaksblat niet gold voor de onderzochte jaren in deze studie achten de auteurs het onderzoek toch zinvol (2005, p. 393), omdat de theoretisch verwachte samenhang niet wordt bevestigd in het onderzoek. Dit onderzoek is niet vergelijkbaar met de pay-performance sensitivity modellen zoals gebruikt in deze master thesis, omdat in het onderzoek van Cornelisse et al (2005), de beloningscomponenten bestaan uit het vaste salaris en de bonus en niet aandelen- en optiegerelateerde componenten. Prof. Dr. Boot van de Universiteit van Amsterdam heeft in een reactie op het artikel van Cornelisse et al. (2005), eveneens onderdeel van het artikel, dat zij het uitgebreide Angelsaksische onderzoek niet in hun onderzoek betrekken. Cornelisse et al. (2005) geven aan als mogelijke verklaring van het ontbreken van de relatie tussen beloning en de prestatie van de onderneming de mogelijkheid dat het management zijn eigen beloning direct kan beïnvloeden (2005, p. 394). Prof. Dr. Boot geeft als reactie hierop dat de auteurs de mogelijkheid van het bestaan van alternatieve beloningstheorieën negeren.
- Van Ees, Van der Laan, Engesaeth en Selker (2007) hebben onderzoek gedaan naar de relatie ondernemingsbeloning en ondernemingsprestatie over de periode 2002 – 2006. In deze studie zijn de gegevens van 107 ondernemingen over 5 jaren betrokken, wat resulteert in gegevens van 1.695 bestuurders. De relatie wordt eerst besproken voor de individuele beloningscomponenten en naderhand voor de totale beloning. De opzet van dit onderzoek verschilt van de opzet in deze master thesis in de zin dat optieplannen worden gewaardeerd op het binomiaal model in vergelijking tot het Black & Scholes model in deze scriptie. Tevens worden gegevens meegenomen van voor de invoering van de corporate governance code (2002 en 2003). Concluderend stellen Van Ees et al. (2007, p. 130) dat het vaste salaris in het algemeen ongerelateerd is aan de

prestatie maatstaven en dat de jaarlijkse bonus de prestatie onmiddellijk lijkt te volgen. Voor de langetermijnplannen geldt dat de toekenning sterk gerelateerd is aan relatieve aandeelhouderswinst voor zowel optie- als aandelenplannen (2005, p. 131). Van Ees et al. stellen eveneens dat voor de vergelijkbaarheid van de resultaten in hun studie met ander Europees onderzoek bemoeilijkt wordt door de schaarsheid ervan. Voor de vergelijkbaarheid verwijzen zij naar de studie van Van Praag (2005), waar deze master thesis nauw bij aansluit.

- Ozkan (2007) heeft onderzoek gedaan over de periode 1999 – 2005 naar de totale beloning van de CEOs en de prestaties van de onderneming. De steekproef behelst een handverzamelde set van data over 390 niet-financiële instellingen in het Verenigd Koninkrijk. De resultaten van het onderzoek wijzen uit dat er een positieve en significante relatie bestaat tussen de cash beloning (salaris en bonus) en de prestatie van de onderneming. De relatie tussen de totale beloning en de prestatie is positief maar niet significant (2005, p. 22).
- Mertens, Knop en Strootman (2007) van de Erasmus Universiteit in samenwerking met adviesbureau Hewitt Associates hebben onderzoek gedaan naar 90 beursgenoteerde ondernemingen over de periode 2002-2006. De conclusie van het onderzoek is dat de relatie tussen de hoogte van de beloning en de prestatie van het bedrijf zwak is. Uit de studie blijkt eveneens dat het basissalaris van een CEO van een CEO van een onderneming in een AEX-fonds 1.5 tot 2.5 keer hoger is dan een CEO van een onderneming in een kleiner fonds.
- Chang, Choy en Wan (2008) hebben voor de periode 1994 – 2005 onderzoek gedaan in de Verenigde Staten naar de impact van de Sarbanes-Oxley Act (SOX) op stock ownership en de pay-performance sensitivity bij CEOs. Chang et al. (2008) concluderen dat de CEO op beide onderdelen aanzienlijk minder scoren: (1) “CEO stock ownership has dropped substantially, indicating that ownership structure endogeneously adapts to the new regulatory environment;” en (2) “pay-performance sensitivities of CEOs’ stock options, inside block holdings and total wealth have decreased substantially, indicating that the incentive alignment between shareholders and CEOs has substantially weakened in light of SOX”.
- Block (2008) heeft onderzoek gedaan naar de pay-performance relatie binnen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. In totaal zijn over een periode van 1993 – 2002 meer dan 2500 observaties geweest van bijna 400 bedrijven. Zij concluderen dat in familiebedrijven het aandeel basissalaris in verhouding tot het totale salaris hoger is bij familiebedrijven dan bij niet-familiebedrijven. Verder is het aandeel beloningen in de vorm van opties in verhouding tot het totale salaris lager bij familiebedrijven. Hieruit concluderen dat zij hun hypothese “Are CEOs in family firms paid like bureaucrats?” bevestigend moeten beantwoorden.
- Brick, Palmon en Wald (2008) bestuderen de relatie tussen de pay-performance en toekomstig aandelenrendement. De steekproef bedraagt in totaal bijna 7900 observaties over de periode 1992-1994. Zij vinden een significantie negatieve samenhang tussen de pay-performance relatie en toekomstig aandelenrendement.

De studies van Jensen en Murphy uit 1990 en van Hall en Liebman uit 1998 worden door Van Praag (2005, p. 71) bestempeld als best practise. Laatstgenoemde onderzoeken toegepast op de Nederlandse situatie met ingang van 2004, na invoering van de Nederlandse corporate governance code, is het centrale onderwerp van het empirisch onderzoek in deze scriptie.

2.4 Samenvatting theoretisch kader

De Nederlandse wetgeving rondom de jaarverslaggeving is geregeld in Boek 2 titel 9 BW. De invulling van de verslaggeving wordt overgelaten aan de jurisprudentie en het maatschappelijk verkeer waarvan de normen zijn vastgelegd in de Richtlijn 271 (RJ 271) van de Richtlijnen van de Raad van de Jaarverslaggeving.

Het begrip ondernemingsbeloning valt uiteen in de beloningscomponenten die aansluiten bij de indeling volgens de RJ 271: beloningen tijdens dienstverband, beloningen in de vorm van (rechten) op uitkeringen in de periode wanneer normaliter geen arbeidsprestaties worden verricht en beloningen in de vorm van ontslag.

RJ 271 is grotendeels gebaseerd op IAS 19 Employee Benefits, waarvan de op aandelen gebaseerde betalingen zijn vastgelegd in IFRS 2 Share based payments. De IFRS standaarden gelden voor alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland vanaf 2005.

Corporate governance wordt besproken aan de hand van een drietal theorieën: de agency-benadering, de stakeholder-benadering en de legitimacy-benadering.

De hedendaagse discussie rondom corporate governance in Nederland dateert uit 1985 en ging oorspronkelijk over de toelaatbaarheid van allerlei beschermingsconstructies bij niet-vrijwillige overnames. Tot 1997 hebben veel gesprekken plaatsgevonden omtrent zelfregulering tussen de Vereniging van de Effectenhandel en de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen. Uiteindelijk heeft de commissie Peters in 1997 een veertigtal aanbevelingen uitgebracht met een meting van de resultaten onder 159 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen over het verslagjaar 1998.

In 2002 heeft de Nederlandse Corporate Governance Stichting een onderzoek laten verrichten naar de mate waarin de 40 aanbevelingen van de commissie Peters uit 1997 zijn nageleefd. Mede door een aantal constatering van wanbeleid en de Ahold-affaire werd op 9 december 2003 de Nederlandse corporate governance code door de commissie Tabaksblat gepresenteerd. Er zijn 3 evaluatierapporten namens de Monitoring commissie verschenen op de naleving van de code. Begin juni 2008 is er een concept rapport verschenen over 3 jaar naleving van de code.

Het centrale onderwerp van het empirisch onderzoek in deze scriptie is de bezoldiging van de bestuurders in relatie tot de ondernemingsprestaties. Dit is één van de peilers waarom de corporate governance code nu bestaat in Nederland. Zoals blijkt uit paragraaf 2.3.4 is in Nederland nog weinig onderzoek verricht naar deze relatie en met deze scriptie hoop ik dan ook bij te dragen aan de leemte die er thans bestaat.

3 Empirisch onderzoek

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de basis gelegd voor het uitvoeren van het empirisch onderzoek waarvan de resultaten in hoofdstuk 4 worden besproken. In het kader van de relatie tussen de beloning van topbestuurders en de ondernemingsprestatie zal een antwoord worden gegeven op de vraag:

“Welke relatie bestaat er tussen de beloning van bestuurders en de prestatie van de onderneming?”

Het onderzoeken van deze relatie is een wens van de commissie Tabaksblat bij het instellen van de Nederlandse corporate governance code in 2003 (van Praag, 2005, p. 33).

3.2 Onderzoeksstrategie

Voor het bepalen van de onderzoeksmethode dient een keuze gemaakt te worden wat je met het onderzoek wilt bereiken. Baarda (2005) onderscheidt:

- Kwalitatief onderzoek: onderzoek waarbij je overwegend gebruik maakt van gegevens van kwalitatieve aard en dat als doel heeft onderzoeksproblemen in of van situaties, gebeurtenissen en personen te beschrijven en te interpreteren.
- Kwantitatief onderzoek: onderzoek waarbij je overwegend gebruik maakt van gegevens van kwantitatieve aard, zoals de hoeveelheid, de omvang, de frequentie of de mate van voorkomen van iets of iemand.

De onderzoeksvraag in deze master theses betreft het onderzoeken van de relatie tussen de beloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming. De beloning en de prestatie van de onderneming in de vorm van aandeelhoudersrendement betreffen gegevens van kwantitatieve aard, waardoor dit onderzoek kan worden getypeerd als kwantitatief onderzoek.

Als de centrale vraag (hypothese) geformuleerd is, dan dient een keuze gemaakt te worden voor een dataverzamelmethode, welke in paragraaf 3.3 nader besproken wordt. Verschuren en Doorewaard (2003) onderscheiden de volgende dataverzamelmethoden:

- Survey: een vragenlijst aan een aantal respondenten om gegevens te verzamelen en te analyseren om meer over de respondenten te weten te komen
- Experiment: een praktijkonderzoek onder strikte regels.
- Casestudy: een onderzoek waarbij aan de hand van een case, onderzoek wordt gedaan.
- Gefundeerde theoriebenadering: de bedoeling van dit onderzoek is met een minimum aan voorkennis en door het voortdurend op elkaar betrekken van fenomenen, te komen tot theoretische inzichten. De onderzoeker is hierbij geïnteresseerd in theorievorming.
- Bureauonderzoek: een onderzoeksstrategie waarbij de onderzoeker gebruikmaakt van door anderen geproduceerd materiaal.
- Open interview: er wordt aan het begin van het gesprek een open vraag gesteld om vervolgens gedurende het gesprek respondenten te stimuleren bij het

verwoorden van hun ideeën, waarbij er zo min mogelijk sturen plaatsvindt vanuit de interviewer.

- Observatie: alle gegevens die verzameld worden in het veld van zowel datgene wat mensen tegen je zeggen als de velddocumenten die je daar verzameld.

Voor het beantwoorden van de onderzoeksvraag wordt gebruik gemaakt van een bureauonderzoek. Het voordeel van een bureauonderzoek is dat het een relatief goedkope vorm van onderzoek is. Als nadeel van bureauonderzoek valt te noemen de niet actueel zijnde gegevens ("Bureauonderzoek / Deskresearch", 2004). Er wordt gebruik gemaakt van openbaar beschikbare informatie in de vorm van jaarverslagen om de beloningsgegevens te abstraheren en via de website gepubliceerde aandelenkoersen als maatstaf voor de prestatie van de onderneming. Vanwege de gevoeligheid van het onderwerp is het niet mogelijk om betrouwbare beloningsinformatie te verkrijgen van andere doelgroepen dan de topbestuurders. Dit maakt dat andere onderzoeksmethoden zoals een open interview en een survey minder of niet geschikt zijn als onderzoeksmethode.

De benodigde gegevens voor de beloningen van de CEOs en de CFOs om de totale beloning te berekenen zullen uit de jaarverslagen worden gehaald. De totale beloning sluit aan op het onderzoek van Hall en Liebman (1998). De individuele beloningscomponenten zijn verkrijgbaar via de websites van de ondernemingen die zijn opgenomen in de steekproef (zie ook paragraaf 4.2). De beloningscomponenten zullen verder worden besproken in paragraaf 3.2.1.

De prestaties van de ondernemingen worden gemeten aan de hand van het aandeelhoudersrendement, welke nader wordt besproken in paragraaf 3.2.2. Zoals eerder genoemd in de scriptie sluit de auteur zich aan bij de prestatimaatstaven in het onderzoek van Hall en Liebman (1998), waarbij de prestatie wordt gemeten aan de hand van de beurskoersontwikkeling in enig jaar. Deze gegevens zijn verkrijgbaar via <http://www.euronext.com/trader/download>.

De relatie tussen de beloningen en prestaties van de ondernemingen wordt uitgedrukt in de pay-performance sensitivity (PPS), welke wordt onderzocht aan de hand van de modellen van Hall en Liebman (1998) en Jensen en Murphy (1990). Deze modellen zullen later in paragraaf 3.2.3 aan de orde komen.

3.2.1 Beloningscomponenten

Voor de Nederlandse situatie is in paragraaf 2.1.1 beschreven welke beloningscomponenten in de RJ 271 onderscheiden worden. De som van de beloningscomponenten vormt de totale beloning. Volgens Van Praag (2005, p. 26) worden er in de literatuur vaak twee verschillende definities van totale beloning gebruikt:

- "flow" of "direct" compensation: alle beloning ontvangen gedurende het jaar, bestaande uit salaris, bonus, ontvangen opties, ontvangen aandelen en overige beloning.
- "stock" of "total" compensation: "flow" beloning met daaraan toegevoegd de waardevermeerdering die ontleend wordt aan alle opties en aandelen die de bestuurder in het bezit heeft.

Jensen en Murphy (1990) hebben als eerste de tweede maatstaf gebruikt om de relatie tussen beloning en prestatie te onderzoeken. Hall en Liebman (1998) hebben de verschillen met andere maatstaven expliciet gemaakt en uitvergroot door de sensitiviteit

van beloning met prestaties op verschillende manieren te meten (Van Praag, 2005, p. 26).

Waardering optieplannen

De laatste jaren bevatten de beloningen van topbestuurders meer en meer aandelengerelateerde elementen. De cash beloning (salaris + jaarlijkse bonus) maakt hierdoor een steeds kleiner deel uit van de totale beloning. Bij het toekennen van opties als onderdeel van de beloning dient voor de waardering van het optiepakket een aantal gegevens bekend (Van Praag, 2005: p. 50) te zijn:

- Aantal opties;
- Uitoefenprijs opties;
- Resterende looptijd opties;
- Volatiliteit, yield-to-maturity, interest yield en dividend yield.

Indien deze gegevens bekend zijn, kan op ieder moment berekend worden met hoeveel de waarde van opties verandert voor een gegeven verandering in de aandelenkoers. Een optie is het recht gedurende een bepaalde periode of op een bepaald moment een onderliggende waarde te kopen of te verkopen tegen een voorafgestelde prijs (Buunk, 2007, p. 149).

Fischer Black en Myron Scholes hebben in hun baanbrekend artikel “the pricing of options and corporate liabilities” in 1973 de basis gelegd voor het waarderen van Amerikaanse opties en een raamwerk aangedragen voor het waarderen van andere financiële afgeleide producten. De Black en Scholes formule bekijkt de combinatie tijd en onzekerheid op een manier die tot die tijd nog niet eerder was getoond. Aangezien Amerikaanse ondernemingen geen dividend op aandelen betalen, in tegenstelling tot Europese ondernemingen, is de formule van Black en Scholes alleen bruikbaar voor Amerikaanse ondernemingen. Robert Merton heeft in een iets later stadium een dividend parameter toegevoegd aan de formule, waardoor ook Europese opties gewaardeerd kunnen worden.

De formule van Black en Scholes aangevuld met de dividend parameter van Merton luidt:

$$c = S_0 e^{-qT} N(d_1) - X e^{-rT} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S_0/X) + (r - q + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S_0/X) + (r - q - \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$\text{of} \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

(Engels, 2002)

Waarbij:

- C: de prijs is voor een Europese call-optie.
- S: de prijs is van de onderliggende waarde, zijnde de prijs van het onderliggende aandeel op het moment dat de waardemeting wordt gedaan
- N(X): Cumulatieve distributie van een variabele die normaal verdeeld is met een gemiddelde van 0 en een standaarddeviatie van 1).

- $N(d_1)$: de delta van de optie. Dit betekent zoveel als de hoeveelheid aandelen die benodigd is om de call te reproduceren.
- $N(d_2)$: de kans dat de optie uitgeoefend wordt op expiratedatum.
- X : de uitoefenprijs van de optie.
- r : de rentestand van obligaties (met een laag risico) waarvan de resterende looptijd overeenkomt met de resterende looptijd van de optie.
- q : het verwachte dividendrendement van de onderliggende waarde gedurende de looptijd van de optie. Het dividendrendement laat zich berekenen als het dividend per aandeel gedeeld door de beurswaarde per aandeel.
- σ : de verwachte volatiliteit van de onderliggende waarde gedurende de resterende looptijd. De volatiliteit geeft de mate van beweeglijkheid van het onderliggende aandeel.

De kenmerken van het Black en Scholes model zijn (Open Universiteit Nederland, 1998):

- De onderliggende waarde kan verkocht worden.
- Er zijn geen arbitragemogelijkheden.
- Er is een continue markt in het verhandelen van het aandeel.
- Er zijn geen transactiekosten en belastingheffing.
- Alle aandelen zijn perfect deelbaar.
- Er kan geleend worden tegen een rentepercentage waarbij geen risico aanwezig is dat de tegenpartij zijn verplichting niet nakomt. In Nederland wordt hier vaak het rentepercentage op de staatsobligatie genomen omdat de overheid gezien wordt als een partij die nooit failliet kan gaan of zijn verplichtingen niet nakomt.

De uitkomst van de optiewaardering middels Het Black en Scholes model betreft een theoretische waarde van de optie op enig moment. Een andere manier om de theoretische waarde van opties te berekenen betreft het binomiale model. Dit betreft een model gebaseerd op kansverdeling van een verdeling van het aantal successen X in een reeks van n onafhankelijke allen met een succeskans p . Dit model wordt in de praktijk als lastig ervaren en wordt niet veel gebruikt in studies. In Nederland heeft Van Ees et al. (2007) een studie verricht waar de optierechten gewaardeerd zijn met behulp van het binomiale model. Optierechten zullen in dit onderzoek gewaardeerd worden op basis van Black / Scholes / Merton model. De berekeningen van de optiewaarderingen middels het Black & Scholes model worden gedaan aan de hand van een optiecalculator, beschikbaar via de website van het bedrijf Ivolatility (<http://www.ivolatility.com/calc/>).

3.2.2 Prestatiemaatstaf

Als prestatie maatstaf voor de prestaties van het bedrijf wordt in dit onderzoek het aandelenrendement genomen. Vanuit het oogpunt van de aandeelhouder bestaat het rendement uit de koersontwikkeling van het onderliggende aandeel en het ontvangen rendement, ook wel total shareholders return (TSR) genoemd. In dit onderzoek wordt afgezien van het dividendcomponent bij het bepalen van het aandeelhoudersrendement. Eveneens is de dividendcomponent niet meegenomen in de het bepalen van de totale beloning van de bestuurder. Van Praag (2005, p. 24) beschrijft dat het aandelenrendement in met name studies uit de Verenigde Staten de prestatie maatstaf is. De studies betrekking hebbende op Europa relateren de prestaties vaak aan boekhoudkundige maatstaven. In Europa is dit niet zo verwonderlijk daar met name vanaf het midden van de jaren negentig de beloningen meer en meer in de vorm van aandelen en opties werden genoten. Tot het midden van de jaren negentig was dit nauwelijks het geval. Dit was vermoedelijk één van de redenen dat Europese studies in het verleden uitsluitend boekhoudkundige maatstaven bevatte. Samenvattend kan als

prestatie maatstaf een boekhoudkundige insteek als omzet of winst genomen worden of het aandelenrendement of een combinatie van beide. Mijn insteek is om het werk van Hall en Liebman (1998), door Van Praag (2005, p. 71) bestempeld als best practise, te repliceren voor de Nederlandse situatie met een aantal belangrijke uitbreidingen, welke nader toegelicht aan het einde van de volgende paragraaf.

3.2.3 Pay-performance sensitivity (PPS)

In de literatuur worden vaak een tweetal varianten gebruikt om de relatie tussen de beloning en de prestatie van de onderneming te meten (Van Praag, 2005, p.27). De meest gebruikte maatstaf is het effect op de beloning in € bij een toename van €1000 in aandeelhouderswaarde (Jensen en Murphy, 1990). De tweede maatstaf betreft effect op de beloning in % als de prestatie maatstaf met 1% stijgt. Dit is de pay-performance elasticiteit. De eerste maatstaf betreft een absolute maatstaf. De tweede een relatieve.

Voor het onderzoek naar de vraag welke relatie er bestaat tussen de beloning van topbestuurders en de prestatie van de onderneming wordt gebruikt gemaakt van een viertal modellen (Van Praag, 2005, p. 53):

1. Hoeveel Euro verdient de mediane bestuurder door een normale verandering in de bedrijfsprestaties, dat wil zeggen door op te schuiven in de aandelenrendementenverdeling (%) over bedrijven van het 50^{ste} naar het 70^{ste} percentiel?
2. Hoeveel procent verdient de mediane bestuurder extra door een normale verandering in de bedrijfsprestaties, dat wil zeggen door op te schuiven in de aandelenrendementenverdeling (%) over bedrijven van het 50^{ste} naar het 70^{ste} percentiel?
3. Elasticiteit: hoeveel procent extra verdient de mediane bestuurder als de aandelenwaarde van het bedrijf met 1% stijgt?
4. Jensen en Murphy sensitiviteit: hoeveel Euro verdient de mediane bestuurder extra als de waarde van het bedrijf met € 1000 toeneemt.

De combinatie van de modellen, zoals door Hall en Liebman worden gebruikt in hun onderzoek geeft een goed en compleet beeld van de relatie (Van Praag: 2005; p. 53).

Bij de eerste twee modellen worden naast de gemiddelde effecten, de mediane effecten berekend, omdat de onderlinge verdelingen tussen beloningen en bedrijfsprestaties erg scheef kunnen zijn. Van Praag (2005, p. 53) geeft als voorbeeld Bill Gates die een aanzienlijk percentage van de aandelen bezit en hoge (koers)rendementen maakt.

De studie van Hall en Liebman uit 1998 is grotendeels gebaseerd op bovenstaande modellen en toegepast op de situatie in de Verenigde Staten voor de jaren 1980 – 1994. Hall en Liebman (1998) hebben over een periode van 15 jaar een dataset ontwikkeld met beloningsdata van CEOs verzameld via “corporate proxies” en “10-K filings via het Securities and Exchange Commission (SEC). De aandelenkoersen zijn verkregen via het Center for research in Security Prices (CRSP). In totaal hebben zij een dataset ontwikkeld met 426 bedrijven in de Verenigde Staten. Vervolgens hebben Hall en Liebman op basis van de vier boven beschreven PPS-modellen de relatie onderzocht tussen de beloningen van de CEOs en prestaties van de ondernemingen, uitgedrukt in aandeelhoudersrendement. Hall en Liebman (1998) vonden dat de CEO beloning zeer gevoelig reageert op een verandering van de ondernemingsprestaties. Als voorbeeld geven zij dat indien het aandelenrendement van 50% tot 70% toeneemt, de mediane beloning van de CEO met 50% toenam, wat gelijkstaat aan 1.5 miljoen dollar. Tevens gaf de elasticiteit, gemeten als de procentuele verandering van de totale beloning

gedeeld door de procentuele verandering van het aandelenrendement, aan dat deze 20-30 keer hoger was dan voorgaande elasticiteitsberekeningen.

Deze studie wordt door Van Praag betiteld als best practise (2005, p. 71). De onderzoeksvraag in deze scriptie bevat op een aantal belangrijke gebieden een uitbreiding:

- Het onderzoek van Hall en Liebman is gedaan voor alle CEOs. Dit onderzoek richt zich op de CEOs en de CFOs.
- In dit onderzoek worden een drietal controlevariabelen meegenomen, te weten bedrijfsomvang, volatiliteit en winst per aandeel, welke verder worden besproken in paragraaf 3.4.
- Door de recentheid van de Nederlandse corporate governance code (2003) is er pas sinds 2004 een volwaardige dataset te creëren voor de Nederlandse situatie die de relatie tussen ondernemingsprestatie en beloning van bestuurders ten optimale kan analyseren. In de periode 2004 – 2007 zijn er een aantal onderzoeken verricht naar de relatie in Nederland, maar naar mij nu bekend niet op basis van de best practise zoals beschreven in de studie van Hall en Liebman (1998).

3.3 Dataverzameling en bronnen

Voor het empirisch onderzoek worden de jaarverslagen over de periode 2004 tot en met 2007 van die ondernemingen verzameld die per 31 december 2007 een beursnotering in de AEX-index hebben. Aangezien ondernemingen met een notering in de AEX-index behoren tot de ondernemingen met de hoogste marktkapitalisatie van Nederland, acht ik de selectie van ondernemingen representatief voor alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland.

Door overnames of door tussentijdse bestuurswisselingen zijn voor bepaalde jaren ondernemingen niet meegenomen. De motivatie hiervoor en de betreffende ondernemingen zijn vermeld in paragraaf 4.2. In totaal zijn er 65 jaarverslagen van ondernemingen in de steekproef betrokken. Door de gegevens van de CFOs en CEOs te abstraheren is uiteindelijk een dataset ontwikkeld met 125 observaties.

Deze master thesis onderzoekt de relatie naar de beloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming voor de Nederlandse situatie. In dit licht acht ik het belangrijk om enig inzicht te hebben in het profiel van de Nederlandse bestuurder. Uit de individuele jaarrekeningen zijn de nationaliteit en de leeftijd van de CEOs en CFOs geabstraheerd als beschrijvende statistische variabelen.

Beloningscomponenten

De observaties bevatten verschillende beloningscomponenten van de CEOs en CFOs. In dit onderzoek staat de totaalbeloning centraal in relatie tot de prestatie van de onderneming. De totaalbeloning haakt aan bij wat Van Praag (2005, p. 26) verstaat onder de stock beloning: alle beloningscomponenten ontvangen gedurende een jaar plus de waardevermeerdering van de optie- en aandelenpakketten die een bestuurder in het bezit heeft. Om de totaalbeloning te berekenen zijn de volgende beloningscomponenten uit de individuele jaarrekeningen gehaald:

- Jaarlijks salaris;
- Jaarlijkse bonus;
- Eventuele overige emolumenten;
- Het aantal aandelen dat een bestuurder in het bezit heeft;

- Het aantal opties dat een bestuurder in het bezit heeft. De waardering van de optiepakketten is gebaseerd op het Black & Scholes model, welke besproken is in paragraaf 3.2.1. Voor de berekening van de waarde is gebruik gemaakt van een optiecalculator, beschikbaar via de website van [ivolatility](http://www.ivolatility.com/calc/) (www.ivolatility.com/calc/).

Prestatiemaatstaven

De prestatie van de onderneming wordt uitgedrukt in verschillende maatstaven. Van Praag (2005, p.24) geeft aan dat in de steekproef van 26 wetenschappelijke publicaties, de studies betrekking hebbende op de Verenigde Staten uitsluitend gebruik maken van aandelenrendementen. Twee studies die uitgevoerd zijn met data over de Verenigde Staten (Perry & Zenner, 2001; Bertrand en Mullainathan, 2001) bevatten naast de aandelenrendementen ook boekhoudkundige maatstaven. Perry en Zenner (2001, p.35) nemen als boekhoudkundige maatstaven (o.a.) de EPS (Earnings per Share), de omzet en de ROA (Return on Assets). Bertrand en Mullainathan (2001, p. 930) nemen als boekhoudkundige maatstaf de ratio omzet gedeeld door de activa. De studies die betrekking hebben op Europa in de steekproef van Van Praag (2005) laten een gemixt beeld zien. De vroegste studies relateren beloning aan boekhoudkundige maatstaven en de latere studies aan aandelenrendementen of een combinatie van aandelenrendementen met boekhoudkundige maatstaven. (2005, p. 24). Voor de berekening van de verschillende PPS-modellen (zie paragraaf 3.2.3) is informatie nodig over de aandelenrendementen, waarbij het gemiddelde jaarlijks aandelenrendement wordt berekend als de gemiddelde beurskoers gedeeld door de beurskoers aan het begin van het verslagjaar). Van Praag (2005, p. 52) geeft eveneens aan dat boekhoudkundige maatstaven ingebouwd kunnen worden voor het verschaffen van extra inzicht. Een veel voorkomende boekhoudkundige maatstaf is de winst per aandeel (Van Praag, 2005, p. 39), welke berekend wordt als de operationele winst gedeeld door het aantal uitstaande aandelen.

De cash beloning (salaris + bonus) heeft in het algemeen betrekking op de prestaties van hetzelfde jaar. Het toekennen van opties en aandelen als beloningscomponent voor CEOs en CFOs hebben betrekking op meerdere perioden. Om te bepalen of de bestuurder meeprofiteert bij een toenemende prestatie van de onderneming lijkt het zinvol om een vertraging in te bouwen ook al is de literatuur niet eensgezind. Van Ees (2007, p. 112) heeft een vertraging van 1 jaar ingebouwd, met andere woorden de prestaties van de onderneming in het huidige jaar beïnvloedt de beloning op het volgende jaar, maar geeft tevens aan de vertragingsstructuur niet duidelijk is. In dit onderzoek zal een vertraging van een jaar worden gehanteerd, met andere woorden de prestatie in enig jaar heeft invloed op de beloning in het navolgende jaar.

Pay-performance relatie (PPS)

Om de relatie te leggen tussen de beloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming geeft Van Praag (2005, p. 52) aan dat een combinatie van de pay-performance modellen van de duo's Hall en Liebman (1998) en Jensen en Murphy (1990) een goed en compleet beeld zou geven van de relatie, omdat enerzijds inzicht wordt gegeven in de elasticiteit van de PPS relatie en anderzijds in relatieve en absolute zin. Zoals eerder beschreven in paragraaf 3.2.3 worden de volgende modellen gehanteerd om de relatie tussen de beloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming te beschrijven:

1. Hoeveel Euro verdient de mediane bestuurder door een normale verandering in de bedrijfsprestaties? Hierbij wordt gekeken hoeveel de CEO of CFO 'erbij krijgt' bij een normale verandering in de ondernemingsprestatie.

2. Hoeveel procent verdient de mediane bestuurder extra door een normale verandering in de bedrijfsprestaties? Hierbij wordt gekeken hoeveel procent de CEO of CFO 'erbij krijgt' bij een normale verandering in de ondernemingsprestatie.
3. Elasticiteit: hoeveel procent extra verdient de mediane bestuurder als de aandelenwaarde van het bedrijf met 1% stijgt? Bij dit model zal worden verklaard en vergeleken wat het effect is als de aandelenwaarde met 1% stijgt op het salaris van zowel de CEOs als de CFOs. De elasticiteit wordt berekend als het procentuele verschil in beloning in enig jaar gedeeld door het procentuele verschil in aandeelhoudersrendement in enig jaar.
4. Jensen en Murphy sensitiviteit: hoeveel Euro verdient de mediane bestuurder extra als de waarde van het bedrijf met € 1000 toeneemt. De methode is conform methode 3 met dien verstande dat nu het effect in absolute bedragen zal worden weergegeven. De Jensen & Murphy sensitiviteit laat zich berekenen als het in beloning in enig jaar gedeeld door het verschil in aandeelhoudersrendement in enig jaar * 1000.

In de volgende paragraaf zal worden ingegaan op de verwerking van de in deze paragraaf besproken variabelen.

3.4 Dataverwerking en analyse

De verwerkingswijze van de in de voorgaande paragraaf besproken variabelen voor het beantwoorden van de vraag welke relatie er bestaat tussen de beloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming is als volgt.

Van de beloningsgegevens die zijn verzameld uit de in de steekproef betrokken ondernemingen en zijn besproken is een database in Excel gecreëerd.

Per onderneming zijn de beurskoersen via <http://www.euronext.com/trader/download> en eveneens verwerkt in een database in Excel. De beurskoersen zijn vervolgens gesorteerd op het gerealiseerde aandelenrendement, waarna de beloningscomponenten zijn gekoppeld aan het gerealiseerde aandelenrendement. De beschreven pay-performance modellen van Hall en Liebman (1998) en Jensen en Murphy (1990), besproken in paragraaf 3.2.3 zijn opgezet in een Excel werkblad, waarvan de resultaten zijn opgenomen in paragraaf 4.3.2.

Het onderzoek naar de relatie tussen de beloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming aan de hand van de vier modellen geeft 'slechts' antwoord op de vraag of er een relatie is. Het geeft geen antwoord op de vraag hoe sterk de relatie is. Van Praag (2005, p. 28) geeft aan dat voor het berekenen van deze vraag de beantwoording kan plaatsvinden aan de hand van een regressie-analyse.

In deze scriptie wordt de sterkte van de relatie berekend aan de hand van een multiple lineaire regressie tussen de beloning in de vorm van opties en de prestatie in de vorm van het aandelenrendement. Deze statistische bewerking wordt uitgevoerd in Excel. Uit de literatuur blijken een aantal factoren / kenmerken naar voren te komen die een invloed hebben op de sterkte van de relatie tussen de beloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming. Van Praag (2005, p. 45/46) noemt als determinanten volatiliteit en bedrijfsomvang die een belangrijke invloed hebben op de PPS. Beide determinanten worden hieronder nader omschreven met een referentie naar een artikel:

- Volatiliteit, gedefinieerd als de mate van beweeglijkheid van het onderliggende aandeel. Aggarwal en Samwick (1998, p. 2) vinden bijvoorbeeld: "we find that the pay-performance sensitivity of a manager's compensation is decreasing in the variance of her firm's return. In general, the pay-performance sensitivity for

executives at firms with the least volatile stock prices is an order of magnitude greater than the pay-performance sensitivity at firms with most volatile stock prices". De volatiliteit wordt berekend als $(\text{hoogste koers} - \text{laagste koers}) / (\text{hoogste koers} + \text{laagste koers})/2$ (De Jong, n.d.). Voor het berekenen van de historische volatiliteit is een periode van 100 dagen genomen tot en met de slotkoers op 31 december. Dit is de meest gangbare periode voor het berekenen van de volatiliteit (<http://www.optiecompetitie.nl/content/default.asp?id=black>).

- Bedrijfsomvang; eveneens een veel voorkomend kenmerk waarbij een sterke relatie wordt gevonden is de bedrijfsomvang. Jensen en Murphy (1990) concluderen: "In large firms CEOs tend to own less stock and have less compensation-based incentives than CEOs in smaller firms". Aangezien de selectie van bedrijven in dit onderzoek betrekking heeft op de AEX-index, behoren de geselecteerde ondernemingen op basis van marktwaarde al tot de grootste van Nederland. In dit kader wordt als kenmerk voor de bedrijfsomvang de omzet meegenomen als controlevariabele.

De sterkte van de relatie tussen de beloning in de vorm van opties de prestatie van de onderneming zal worden onderzocht aan de hand van een multiple lineaire regressie. Als afhankelijke variabele geldt de optiebeloning. Als onafhankelijke variabele geldt het aandelenrendement, de volatiliteit en de omzet als controlevariabelen, de winst per aandeel als extra prestatiemaatstaf en het aandelenrendement van het vorige jaar als time lag.

De regressiecoëfficiënten wordt getoetst op een significantieniveau van 0,05. Deze betrouwbaarheidsinterval is een veel gehanteerde waarde en overeenkomstig met de literatuur (Koop, 2000 p. 58). Binnen de wetenschappelijke publicaties worden coëfficiënten in regressie-analyses eveneens getoetst op significantieniveaus van 0,05 (Parthasarathy, Bhattacharjee & Menon, 2005; Girma, Thompson & Wright, 2002).

3.5 Samenvatting

Ter beantwoording van de vraag in hoofdstuk 4:

"Welke relatie bestaat er tussen de beloning van bestuurders en de prestatie van de onderneming"

zijn in dit hoofdstuk de onderzoeksstrategie, de dataverzameling en de manier van dataverwerking behandeld.

Aan de hand van de jaarverslagen over de periode 2004 – 2007 zullen de relevante beloningsgegevens worden verzameld van de CEOs en de CFOs van die ondernemingen die aan het einde van het verslagjaar een beursnotering hebben in de AEX-index.

Om de relatie te meten tussen de prestatie (waardecreatie) en de beloning zijn in de literatuur een tweetal veelgebruikte maatstaven te vinden: het effect op de beloning in € bij een toename van €1000 aandeelhouderswaarde (absoluut) en de relatieve variant zijnde het effect van een 1% waardecreatie op de beloning van de bestuurder. Door Van Praag (2005) is de studie van Hall en Liebman als best practise bestempeld en een combinatie van de maatstaven van Hall en Liebman en Jensen en Murphy (1990) zou een goed inzicht geven in de relatie. Het onderzoek naar de relatie was en is zeer

relevant en in lijn met de wensen van de commissie Tabaksblat bij de introductie van de Nederlandse corporate governance code.

De sterke van de relatie tussen beloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming zal worden onderzocht door middel van een regressieanalyse. Kenmerken als volatiliteit van het aandeel en de omvang van de onderneming zullen als controlevariabelen in de regressieanalyse worden meegenomen. Tevens zal het effect worden onderzocht van een vertraging, waarbij uitgegaan wordt dat de beloning in de vorm van optierechten 1 jaar volgt na de prestatie van de onderneming.

4 Onderzoeksresultaten

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de resultaten toegelicht van het empirisch onderzoek, zoals besproken in hoofdstuk 3, waarmee de deelvraag van deze scriptie wordt beantwoord:

“Welke relatie bestaat er tussen de beloning van bestuurders en de prestatie van de onderneming?”

In paragraaf 4.2 zal worden ingegaan op de gebruikte jaarverslagen in het onderzoek. Vervolgens zullen in paragraaf 4.3 de resultaten van het empirisch onderzoek worden gepresenteerd aan de hand van een aantal subparagrafen. In paragraaf 4.3.1 zullen een aantal algemene beschrijvende statistieken worden besproken. In paragraaf 4.3.2 wordt de pay-performance sensitivity (PPS) toegelicht aan de hand van modellen van Hall en Liebman en Jensen en Murphy. Vervolgens zal in paragraaf 4.3.3 de sterkte van de relatie tussen de optiebeloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming worden besproken aan de hand van een multiple lineaire regressie. Hoofdstuk 4 zal worden afgesloten met een samenvatting.

4.2 Onderzoekspopulatie

Voor het empirisch onderzoek in deze scriptie zijn de jaarrekeningen verzameld voor die ondernemingen die per 31-12-2007 een beursnotering in de AEX-index hebben. Er wordt verondersteld dat de samenstelling van de AEX representatief is voor alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Alleen de beloningsgegevens zijn meegenomen voor die ondernemingen die een volledig kalenderjaar een CEO en/of CFO in hun bestuur hebben gehad.

Per 31-12-2007 bestond de AEX uit de volgende ondernemingen:

Samenstelling van de AEX per 31-12-2007							
Code	Onderneming	Weging	2007	2006	2005	2004	Opm
AGN	Aegon	189	x	x	x	x	
AH	Ahold	185		x	x	x	1
AKZ	AKZO Nobel	33	x	x	x	x	
ASL	ASML Holding	55	x	x	x	x	
BHR	Corporate Express	21	x	x	x	x	
DSM	Koninklijke DSM	22	x	x	x	x	
FOR	Fortis	181	x	x	x		2
HEI	Heineken	29	x	x	x		3
HGM	Hagemeyer	60	x	x	x	x	
ING	ING Groep	258	x	x	x	x	
KPN	KPN	170	x	x	x	x	
MT	Arcelor Mittal	109					4
PHI	Philips	134	x	x	x	x	
RDSA	Royal Dutch Shell	339	x	x	x	x	
REN	Reed Elsevier	86	x	x	x	x	
REU	Unibail Rodamco	4,25					5
RND	Randstad	7					6
SBM	SBM Offshore	16					7
TNT	TNT	54	x	x	x	x	
TTM	TomTom	6,25	x				8
UN	Unilever	199	x	x	x	x	

VDR	Vedior	20					9
WKL	Wolters Kluwer	37	x	x	x	x	

Tabel 1 – Ondernemingen betrokken in de steekproef

Om een aantal redenen zijn voor bepaalde jaren geen gegevens meegenomen, waarbij referentie wordt gemaakt naar het nummer in kolom "Opm":

- 1 Ahold; in 2007 heeft Ahold een nieuwe CEO en CFO benoemd.
- 2 Fortis; verstrekt alleen separate gegevens over de CEO en de overige bestuursleden op geaggregeerd niveau. Votron is in 2004 benoemd, daardoor zijn alleen data voor de CEO over de periode 2005-2007 opgenomen.
- 3 Heineken; 2004 niet meegenomen vanwege een gewijzigde managementstructuur.
- 4 Arcelor Mittal; in 2007 pas in de AEX index opgenomen.
- 5 Unibail Rodamco; Rodamco is in 2007 overgenomen door Unibail. Hierdoor zijn geen separate beurskoersen meer beschikbaar van voor de overname.
- 6 Randstad; pas in 2007 in de AEX index opgenomen.
- 7 SBM Offshore; alleen geaggregeerde beloningsgegevens opgenomen.
- 8 TomTom; beursnotering vanaf 27-05-2006.
- 9 Vedior; door de overname van Vedior door Randsrad is geen beurskoersinformatie beschikbaar.

Voor de bovenstaande ondernemingen is een dataverzameling aangelegd van 125 waarnemingen, waaruit de volgende beloningsgegevens zijn geabstraheerd:

- de cashbeloning verdeeld naar het basissalaris, bonus en overige bestanddelen;
- de waarde van de optieportefeuille van de verkregen aandelenopties;
- de waarde van de verkregen aandelen.

Voor de prestatie van de ondernemingen wordt zoals in paragraaf 3.2 is aangegeven de aandelenrendementen genomen voor die ondernemingen die in de tabel van paragraaf 4.2 zijn opgenomen en waarvan de beloningsgegevens voor die periode beschikbaar zijn.

4.3 Resultaten onderzoek

4.3.1 Algemene beschrijvende statistieken

In totaal zijn uit de jaarverslagen 125 observaties geabstraheerd, waarvan 65 CEOs en 60 CFOs. De gemiddelde leeftijd van een CEO van een Nederlands beursgenoteerde onderneming in de AEX-index eind 2007 bedraagt 57 jaar. Voor de CFO geldt een leeftijd van 52 jaar. Van de CEOs in 2007 heeft 43% de Nederlandse nationaliteit. Van de CFOs heeft 67% de Nederlandse nationaliteit.

In tabel 2 is voor de jaren 2004 tot en met 2007 het gemiddelde en mediane salaris van de CEO weergegeven. Wat opvalt is dat de gemiddelde en mediane cashbeloning niet sterk gestegen is. Er is een daling waarneembaar in 2007 ten opzichte van 2006, welke wordt verklaard door de eenmalige bonus van de topman van Aegon in 2006. De waardeveranderingen in de optie- en aandelenpakketten in 2005 en 2006 zijn hoog in vergelijking met de 2004 en 2007, wat verklaard wordt door de sterk gestegen beurskoersen in de jaren 2005 en 2006.

Jaar	Gemiddelde in €000			Totaal	Mediaan in €1000			
	Cash	Aandelen	Opties		Cash	Aandelen	Opties	Totaal
2004	2.047	-5	274	2.316	1.864	14	142	2.257
2005	2.080	199	1.187	3.467	1.875	96	1.118	2.807
2006	2.448	246	929	3.622	2.487	185	726	3.235
2007	2.252	313	401	2.966	2.030	195	524	2.574

Tabel 2 - Gemiddelde en mediane beloning van de CEO

In tabel 3 is voor de jaren 2004 tot en met 2007 het gemiddelde en mediane salaris opgenomen voor de CFOs. De cashbeloningen van de CFOs zijn in de periode nauwelijks gestegen overeenkomstig de beloningen van de CEOs. In 2007 is een zeer sterke stijging waarneembaar van de waarde van de aandelenopties, welke verklaard wordt door de zeer sterke stijging van het aandeel TomTom, waarbij de financiële topman van het bedrijf honderdduizenden aandelenopties had met een theoretische prijs die tweemaal zo hoog lag als de uitoefenprijs van de aandelenoptie.

Jaar	Gemiddelde in €000			Totaal	Mediaan in €1000			
	Cash	Aandelen	Opties		Cash	Aandelen	Opties	Totaal
2004	1.047	17	26	1.089	1.038	2	7	1.100
2005	1.013	51	656	1.719	908	41	303	1.390
2006	1.170	89	375	1.634	1.019	0	357	1.566
2007	1.123	205	1.487	2.815	1.107	93	194	1.483

Tabel 3 - Gemiddelde en mediane beloning van de CFO

In de volgende paragraaf zal de pay-performance sensitivity (PPS) worden besproken aan de hand van de modellen van het duo Hall en Liebman en het duo Jensen en Murphy.

4.3.2 Pay-performance sensitivity

Met de verzamelde beloningsgegevens uit de jaarverslagen wordt voor de betrokken ondernemingen de relatie gelegd tussen de prestaties van de ondernemingen. Van Praag (2005, p.27) geeft aan dat er in de literatuur vaak een tweetal varianten gebruikt worden om de relatie te meten tussen de beloning van de bestuurder en de prestatie van de onderneming. In paragraaf 4.3.2.1 wordt de PPS beschreven volgens de methode van Hall en Liebman en in paragraaf 4.3.2.2 wordt de PPS toegelicht aan de hand van de methode van Jensen en Murphy.

4.3.2.1 Hall en Liebman

De publicatie van Hall en Liebman dateert uit 1998 en heeft betrekking op de periode 1970 – 1994 in de Verenigde Staten en beschrijft de PPS van de CEOs van Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen. Hall en Liebman veronderstellen dat de gevoeligheid van de cashbeloning (salaris + jaarlijkse bonus) in relatie tot de prestaties van de ondernemingen nihil is (Hall & Liebman, 1998: par 5.1). In de tabellen 2 en 3 van deze scriptie is eveneens te zien dat de cash componenten van het salaris niet of nauwelijks zijn veranderd, ondanks dat de beurskoersen van de ondernemingen sterk zijn gestegen in 2005 en 2006. In deze scriptie wordt eveneens verondersteld dat de cashbeloning ongevoelig is voor veranderingen in de aandelenrendementen. In lijn met de methode van Hall en Liebman (1998) wordt voor de jaren 2004 tot en met 2007 een verdeling gemaakt van de jaarlijkse aandelenrendementen om vervolgens in een negental decielen te worden verdeeld. In tabel 4 is bijvoorbeeld te zien dat het

aandelenrendement bij het 10^e percentiel 6.2% negatief is en het rendement bij het 90^e percentiel 17.4% positief. Daarna worden er 9 beloningsniveaus gesimuleerd, welke corresponderen met de 9 decielen van de verdeling van de aandelenrendementen. Bijvoorbeeld het eerste deciel laat zien wat de gemiddelde en mediane beloning is met de veronderstelling dat alle bedrijven een aandelenrendement hebben van –6,2%. De gesimuleerde resultaten voor de beloningen in 2007 voor ondernemingen met een notering in de AEX-index voor de CEOs zijn te vinden in tabel 4 en voor de CFOs in tabel 5.

Decielen	10	20	30	40	50	60	70	80	90
A % verandering in aandelenprijs	-6,2%	-2,1%	0,7%	3,2%	5,5%	8,5%	10,9%	12,8%	17,4%
B: Gemiddelde beloning in €000									
Cash (salaris, bonus, overig)	2.252	2.252	2.252	2.252	2.252	2.252	2.252	2.252	2.252
Aandelenportefeuille	-19	-7	2	10	17	27	34	40	55
Optieportefeuille	-25	-8	3	13	22	34	44	51	70
Totaal gemiddelde beloning in €000	2.208	2.237	2.257	2.275	2.291	2.313	2.330	2.343	2.376
C: Mediane beloning in €000									
Cash (salaris, bonus, overig)	2.030	2.030	2.030	2.030	2.030	2.030	2.030	2.030	2.030
Aandelenportefeuille	-12	-4	1	6	11	17	21	25	34
Optieportefeuille	-33	-11	4	17	29	45	57	67	91
Totaal mediane beloning in €000	2.008	2.023	2.033	2.041	2.049	2.060	2.068	2.075	2.091

Tabel 4 – Samenstelling van de CEO beloning in 2007

Samenstelling van de CFO beloning (2007): 1 jaar									
Decielen	10	20	30	40	50	60	70	80	90
A % verandering in aandelenprijs	-6,2%	-2,1%	0,7%	3,2%	5,5%	8,5%	10,9%	12,8%	17,4%
B: Gemiddelde beloning in €000									
Cash (salaris, bonus, overig)	1.123	1.123	1.123	1.123	1.123	1.123	1.123	1.123	1.123
Aandelenportefeuille	-13	-4	1	7	11	18	22	26	36
Optieportefeuille	-92	-31	11	47	81	127	162	190	259
Totaal gemiddelde beloning in €000	1.018	1.087	1.135	1.177	1.216	1.268	1.307	1.339	1.418
C: Mediane beloning in €000									
Cash (salaris, bonus, overig)	1.107	1.107	1.107	1.107	1.107	1.107	1.107	1.107	1.107
Aandelenportefeuille	-6	-2	1	3	5	8	10	12	16
Optieportefeuille	-12	-4	1	6	11	17	21	25	34
Totaal mediane beloning in €000	1.095	1.103	1.108	1.113	1.117	1.123	1.127	1.131	1.140

Tabel 5 - Samenstelling van de CFO beloning in 2007

Alhoewel de methode van Hall en Liebman voor de door hun onderzochte periode (1970-1994) in de Verenigde Staten onthutsende resultaten lieten zien, zijn de resultaten voor de Nederlandse markt minder schokkend. Gedreven door het feit dat er pas volledige openbaarmaking is in de totale beloning na invoering van de corporate governance code met ingang van het jaarverslagenseizoen 2004 en de beloningen in de vorm van aandelenopties pas begin deze eeuw werden geïntroduceerd, is de spreiding in de optiebeloningen miniem en daardoor ook de spreiding in de totale beloning. Gesteld kan worden dat deze methode geschikt is voor langere tijdreeksen en meer (in aantal) observaties van beursgenoteerde ondernemingen. Voor de PPS kan op basis van het model van Hall en Liebman geen conclusie voor de Nederlandse markt getrokken worden. Meer concreet: de vraag welke relatie er bestaat tussen de beloning van bestuurders en de prestatie van de onderneming aan de hand van de vragen 1 en 2 in paragraaf 3.4:

- Hoeveel Euro verdient de mediane bestuurder door een normale verandering in de bedrijfsprestaties;
- Hoeveel procent verdient de mediane bestuurder extra door een normale verandering in de bedrijfsprestaties;

kunnen niet voor de Nederlandse markt worden beantwoord op basis van het model van Hall en Liebman.

4.3.2.2 Jensen & Murphy

In 1990 hebben Jensen & Murphy een studie uitgevoerd naar de PPS relatie, die betrekking heeft op de periode 1974 – 1986 in de Verenigde Staten. Zij hebben onderzoek gedaan naar het effect op de beloning in \$ bij een toename van \$1000 aandeelhouderswaarde. In hun conclusie op pagina 46 (Jensen & Murphy, 1998) beschrijven zij dat de mediane CEO \$3,25 extra krijgt bij een \$1000 toename in aandeelhouderswaarde.

In tabel 6 wordt antwoord gegeven op de vragen zoals geformuleerd in paragraaf 3.4:

- hoeveel Euro verdient de mediane bestuurder extra als de waarde van het bedrijf met € 1000 toeneemt, beter bekend als de Jensen en Murphy sensitiviteit;
- Hoe groot is de elasticiteit: hoeveel procent extra verdient de mediane bestuurder als de aandelenwaarde van het bedrijf met 1% stijgt?

	2005	2006	2007
Jensen - Murphy sensitiviteit CEO beloning in €1000	0,017	0,022	0,150
Jensen - Murphy sensitiviteit CFO beloning in €1000	0,009	0,009	0,019
Elasticiteit CEO beloning	2,2	2,8	19,0
Elasticiteit CFO beloning	2,4	2,3	4,9

Tabel 6 – Jensen & Murphy sensitiviteit / elasticiteit.

De PPS zoals berekend in tabel 6 voor de Nederlandse situatie dient als volgt te worden geïnterpreteerd:

- De J&M-sensitiviteit van de totale CEO beloning in 2005 bedraagt 0,017, dat wil zeggen dat voor iedere €1000 verandering in aandeelhouderswaarde de mediane beloning van de CEO met 2 eurocent stijgt. 2006 en 2007 laten hetzelfde beeld zien. Ter verduidelijking: de marktwaarde van de ondernemingen in de AEX-index in 2005 is gestegen van 291,7 miljard naar 323,9 miljard, een toename van 32,2 miljard. In dezelfde periode is de mediane beloning van de CEO gestegen van 2,2 miljoen naar 2,8 miljoen (zie hiervoor ook tabel 2 van paragraaf 4.3.1). Hieruit is te berekenen dat iedere €1000 toename 'slechts' een toename van de mediane CEO-beloning van 2 eurocent betekent. De mediane beloning voor de CFO laat hetzelfde beeld zien. Voor 'deze groep' stijgt de beloning met 1 eurocent.
- De elasticiteit van de CEO beloning in 2005 bedraagt 2,2, wat betekent dat de totale beloning van de CEO met 2,2% stijgt als de waarde van de onderneming met 1% stijgt. Voor 2006 geldt een percentage van 2,8 en voor 2007 een percentage van 19%. Dit percentage laat zich verklaren door een zeer hoge bonus van de Aegon CEO in 2006, waardoor de mediane beloning van de CEO in 2007 aanzienlijk verandert. Voor de CFOs geldt dat in 2005 de elasticiteit 2,4 bedraagt.

Al met al kan geconcludeerd dat de CEOs en CFOs van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland slechts in zeer beperkte mate meeliften op de prestatie van de onderneming. De centrale vraag welke relatie er bestaat tussen de beloning van

topbestuurders en de prestaties van de onderneming kan op basis van de resultaten in paragraaf 4.3.2 beantwoord worden dat bestuurders (qua beloning) slechts in zeer geringe mate meeprofiteren bij de creatie van waarde van de onderneming (qua aandeelhoudersrendement, gemeten aan de hand van de beurskoersontwikkeling van de geselecteerde ondernemingen in de steekproef.

Zoals al eerder beschreven is de cashbeloning niet of nauwelijks gevoelig voor veranderingen in de waarde van de onderneming. Beloningscomponenten in de vorm aandelen en opties hebben een directe relatie met de waarde van de onderneming. In de volgende paragraaf zal de sterkte van de relatie worden onderzocht van de optiegerelateerde beloningscomponent, waarbij de samenhang zal worden onderzocht aan de hand van een multiple lineaire regressie.

4.3.3 Onderzoek naar sterkte van relatie tussen de optiebeloning en het aandeelhoudersrendement (prestatie)

In deze paragraaf worden de resultaten besproken van een multiple lineaire regressie tussen de optiebeloning, zijnde de afhankelijke variabele en de volgende onafhankelijke variabelen, zoals gedefinieerd en omschreven in paragraaf 3.4:

- TSR: Total shareholder return berekend als de gemiddelde koers van het huidige verslagjaar gedeeld door de beginkoers van het huidige verslagjaar;
- TSR-1: Total shareholder return berekend als de gemiddelde koers van het vorige verslagjaar gedeeld door de beginkoers van het vorige verslagjaar;
- Volatiliteit: als mate voor de beweeglijkheid van het onderliggende aandeel, waarbij de volatiliteit is berekend over 100 dagen voorafgaand aan het einde van ieder boekjaar;
- WPA: winst per aandeel gemeten in euro's;
- Omzet in miljarden euro's.

Tabellen 7 en 8 geeft de correlatie, gedefinieerd als de mate van samenhang, weer tussen de prestatie maatstaven voor de CEOs en CFOs. Er zijn kleine verschillen tussen de tabellen waar te nemen. Dit komt doordat de mix CEOs en CFOs in sommige jaren anders zijn.

Correlatiematrix prestatie maatstaven van CEOs					
	TSR	TSR-1	volatiliteit	Omzet	WPA
TSR	1				
TSR-1	-0,0588	1			
volatiliteit	-0,1213	0,0167	1		
Omzet	-0,0855	0,0461	-0,1943	1	
WPA	-0,1658	0,1097	-0,0755	0,5366***	1

Tabel 7 – Correlatiematrix CEO - prestatie maatstaven

Correlatiematrix prestatie maatstaven van CFOs					
	TSR	TSR-1	volatiliteit	Omzet	WPA
TSR	1				
TSR-1	0,2625*	1			
volatiliteit	-0,2404	0,1510	1		
Omzet	-0,1323	-0,0971	-0,1678	1	
WPA	-0,1733	-0,0439	-0,1714	0,4905***	1

Tabel 8 – Correlatiematrix CFO – prestatie maatstaven

Toelichting op de tabellen 6 en 7:

*: significant op 0,1 niveau (tweezijdig)

**: significant op 0,05 niveau (tweezijdig)

***: significant op 0.01 niveau (tweezijdig)

Getuige de significantieniveaus is er alleen lineaire samenhang tussen de omzet en winst per aandeel bij zowel de CEO en CFO en tussen het total shareholder return van het huidige jaar en het vorige jaar.

Bij multiple regressie kan probleem zich voordoen van multicollineariteit. Dit is gedefinieerd als het bestaan van een hoge mate correlatie tussen twee verklarende variabelen, waardoor de berekening van de regressiecoëfficiënten niet meer betrouwbaar is (Ten Hacken, 2006). Hierbij is sprake als de correlatie hoger is dan 0,8 of lager is dan $-0,8$. In de bovenstaande correlatiematrices is hiervan geen sprake.

Naast de multicollineariteit als criterium voor de selectie van een variabele, dient eveneens naar de significantie gekeken te worden (Ten Hacken, 2006). Als maatstaf voor de significantie wordt een P-waarde aangegeven. Als de P-waarde kleiner of gelijk is aan 0,05, dan wordt de hypothese $R \neq 0$ aanvaard, waarbij R hierbij staat voor de regressiecoëfficiënt. In de statistische volksmond wordt er dan gesproken dat bij een P-waarde van $< 0,05$, de regressiecoëfficiënt significant is. In tabel 9 staan de resultaten genoemd van de multiple lineaire regressie van bovengenoemde onafhankelijke variabelen.

Regressietabel TSR vs Optiebeloning			
	CEO	CFO	Totaal
R-kwadraat	0,3429	0,2393	0,2457
Intercept	0,3494	0,1307	281,3735
F-waarde	27,6605	13,5301	31,9213
P-waarde	2,65E-06	6,49E-04	1,58E-07
Observaties	55	45	100

Tabel 9 – Multiple lineaire regressieanalyse tussen prestatie maatstaven en optiebeloning

P-waarden onafhankelijke variabelen bij aanvang regressie			
	CEO	CFO	Totaal
TSR	0,0000	0,0028	0,0000
TSR-1	-0,3191	0,6530	0,6008
volatiliteit	-0,9672	0,8643	0,9768
Omzet	-0,2772	0,8967	0,1497
WPA	-0,5197	0,6504	0,8424

Tabel 10 – Onafhankelijke p-waarden van de onafhankelijke variabelen bij aanvang van de multiple lineaire regressie

Het gehanteerde regressiemodel betreft een multiple lineaire regressiemodel. Het aantal waarnemingen (100), conform tabel 9, is kleiner dan het aantal waarnemingen zoals beschreven in paragraaf 4.2 (125). Dit komt doordat in de regressieanalyse alleen de beloningen zijn betrokken die een optiecomponent kennen. Bij de multiple lineaire regressie is steeds getoetst of de coëfficiënten een significantieniveau hadden met een P-waarde $< 0,05$. Uiteindelijk is alleen de maatstaf Total Shareholder Return overgebleven als onafhankelijke variabele, voor zowel de CEO en CFO optiebeloning, zoals geconcludeerd kan worden uit tabel 10.

Voor wat betreft de regressie van de TSR op de CEO optiebeloning geldt een R-kwadraat van 0,34, wat betekent dat 34% van de variantie in de CEO-optiebeloning wordt verklaard door de TSR. Voor de regressie van de TSR op de CFO-optiebeloning geldt een R-kwadraat van 0,24, wat betekent dat 24% van de variantie in de CFO-optiebeloning wordt verklaard door de TSR.

4.4 Samenvatting

In dit hoofdstuk zijn de resultaten van het empirisch onderzoek van deze master thesis beschreven, welke antwoord geeft op de vraag: “Welke relatie er bestaat tussen de beloning van de topbestuurder en de prestatie van de onderneming”.

Als onderzoekspopulatie zijn die ondernemingen betrokken die een beursnotering in de AEX-index hebben per 31 december 2007, zoals beschreven in paragraaf 4.2. Van een aantal ondernemingen waren de historische beurskoersen niet meer beschikbaar vanwege overnames en van andere ondernemingen vanwege tussentijdse introductie in de AEX-index. In totaal is er een dataset opgesteld met 125 observaties waarvan de beloningen zijn geselecteerd en verdeeld in de cashbeloning (vast salaris + jaarlijkse bonus) en de verkregen beloning in de vorm van aandelen en aandelenopties.

Vervolgens is in paragraaf 4.3 de PPS-relatie beschreven aan de hand van de modellen van het duo Hall en Liebman (1998) en van het duo Jensen en Murphy (1990). Volgens het model van het eerstgenoemde duo waren de onderzoeksresultaten niet bruikbaar vanwege de relatief lage mediane beloning in de vorm van opties. Volgens het model van Jensen en Murphy (1990) profiteert de bestuurder van een onderneming slechts in zeer beperkte mate van de prestaties van de onderneming.

In paragraaf 4 werd beschreven hoe sterk het verband is tussen de prestaties van de onderneming en de beloning in de vorm van opties middels een multiple lineaire regressie. Hieruit bleek dat 34% van de variantie in de optiebeloning van CEOs wordt verklaard door de prestaties van de onderneming. Voor de CFOs bedroeg dit percentage 24%.

5 Conclusies en aanbevelingen

5.1 Beantwoording van de onderzoeksvragen

De centrale vraag van deze scriptie luidt:

Wat is de aard van de relatie tussen de totale beloning van topbestuurders en de prestaties van onderneming met een notering in de AEX-index na invoering van de Nederlandse corporate governance code met ingang van verslagjaar 2004.

Deze vraag werd uiteengezet in een aantal deelvragen:

1. Welke beloningscomponenten kent de Nederlandse situatie en hoe is jaarverslaggeving hieromtrent geregeld?

Voor de bespreking van de beloningscomponenten wordt aangehaakt bij de indeling voor de RJ271 (Bergwerff, 2007). De RJ 271 kent beloningen tijdens dienstverband, beloningen in de vorm van (rechten) op uitkeringen uit vroegere dienstbetrekking en beloningen in de vorm van uitkeringen bij ontslag. Zie hiervoor paragraaf 2.1.1.

De jaarverslaggeving volgens de Nederlandse wetgeving is geregeld in Boek 2 titel 9 van het Burgerlijk Wetboek (paragraaf 2.1.2.1). Indien noodzakelijk voor het verschaffen van inzicht moet de rechtspersoon afwijken van hetgeen in het Burgerlijk Wetboek staat. Dit geschiedt in de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving (zie paragraaf 2.1.2.2). Vanaf 2005 zijn de International Financial Reporting Standards verplicht voor beursgenoteerde ondernemingen binnen de Europese gemeenschap, waarvan de integrale tekst inzake de beloningscomponenten in de bijlage is opgenomen.

2. Welke corporate governance theorieën zijn van toepassing?

In paragraaf 2.2.2 zijn de in de literatuur meest gangbare corporate governance theorieën besproken, te weten: de agency-theorie, de stakeholder-theorie en de legitimacy-theorie.

3. Hoe is de hedendaagse discussie rondom corporate governance in Nederland ontstaan?

De discussie betreffende de corporate governance is ontstaan met de publicatie van het jaarverslag van de Vereniging van de Effectenhandel over 1985, waarin een passage stond over beschermingsconstructies. In de periode tot 1996 is er een commissie benoemd onder leiding van Prof. van der Grinten, maar kon helaas niet tot een eensluidend oordeel komen. Tevens kwamen er vanuit de Europese Commissie geluiden om beschermingsconstructies te elimineren. In 1996 werd de commissie Peters benoemd die met veertig aanbevelingen kwam ter verbetering van corporate governance landschap in Nederland. In 1998 werden de aanbevelingen getoetst en met uitbrengen van een rapport op basis van 159 Nederlandse beursfondsen zat het werk van de commissie Peters erop.

4. Wat houdt de Nederlandse corporate governance code in en welke impact heeft de code op de Nederlandse situatie.

In 2002 werd nogmaals onderzoek verricht om te toetsten in welke mate de veertig aanbevelingen van de commissie Peters waren opgevolgd. Bedrijven verschaften wel meer inzicht in (o.a.) hun doelstellingen, maar de echte invloed van de aanbevelingen was niet of nauwelijks aanwezig. Gedreven door constatering van wanbeleid bij Nederlandse ondernemingen, werd in 2003 de commissie Tabaksblat geïnstalleerd die met een hernieuwde code of best practise moet komen, bekend als de Nederlandse corporate governance code. Met betrekking tot het bezoldigingsbeleid is de volledige transparantie in aandelen en optiepakketten het meest vernieuwende in de Nederlandse code. De integrale tekst is opgenomen in bijlage 5 en in de paragrafen 2.3.3.2 en 2.3.3.3 is de Nederlandse corporate governance code nader beschreven en toegelicht.

5. Welke relatie bestaat er tussen de beloning van de topbestuurder en de prestatie van de onderneming

- a. Hoe is de relatie tussen de ondernemingsprestatie en de beloning van topbestuurders, de zogenaamde pay-performance-sensitivity (PPS-relatie)?

De PPS-relatie voor de Nederlandse situatie is onderzocht aan de hand van de modellen van de duo's Hall en Liebman (1998) en Jensen en Murphy (1990). De gevoeligheid voor de cashbeloning (salaris + jaarlijkse bonus) is verondersteld ongevoelig te zijn voor prestaties van onderneming overeenkomstig de aanname van Hall en Liebman (1998). Door de betrekkelijke lage mediane optiebeloningen in Nederland over de periode 2004 en 2007 is het model van Hall en Liebman (1998) niet bruikbaar voor de Nederlandse situatie om een uitspraak te doen over de PPS relatie.

De PPS-relatie ten aanzien van het model van Jensen en Murphy (1990), bleek dat de bestuurder slechts in zeer geringe mate meelift op de prestaties van de onderneming. De CEO krijgt slechts 0,02 eurocent voor iedere €1000 toename in marktwaarde.

- b. In welke mate profiteert de topbestuurder van ondernemingsprestatie?

Deze vraag is beantwoord aan de hand van een multiple lineaire regressie, waarbij de optiebeloning als afhankelijke variabele is gedefinieerd en als onafhankelijke variabelen zijn het aandeelhoudersrendement van het huidige en voorgaande verslagjaar meegenomen alsmede de winst per aandeel, de volatiliteit en de omzet. Er is getoetst op een significantieniveau van 0,05, waarbij alleen het aandeelhoudersrendement van het huidige verslagjaar de toets heeft doorstaan. Uiteindelijk is er een enkelvoudige lineaire regressie overgebleven, waarbij op basis van 100 observaties gesteld kan worden dat voor de CEO 34% van de variantie in optiebeloning verklaard kan worden door het aandeelhoudersrendement van het lopende verslagjaar. Voor de CFO bedraagt dit percentage 24%

5.2 Conclusies

De belangrijkste conclusies van dit onderzoek zijn:

- De transparantie van de beloningscomponenten in de jaarrekeningen van de geselecteerde ondernemingen is goed te noemen. Nagenoeg alle gegevens zijn aanwezig om de totale beloning te berekenen. In niet alle gevallen waren de aandelenkoersen opgenomen indien de aandelenopties waren uitgeoefend.
- Hall en Liebman (1998) beschreven in hun onderzoek "Are CEOs really paid like bureaucrats" dat bij een gemiddelde aandelenrendement van -27,% (1^e deciel),

de totale gemiddelde beloning met 20,1 mln. dollar daalde. Bij een stijging van het aandelenrendement van 47,9% (9^e deciel) steeg de gemiddelde totale beloning naar 37,5 mln. dollar. Voor de totale mediane beloning betekende dit respectievelijk een daling van 1,9 mln. dollar en een stijging van 4,3 mln. dollar. Voor de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen betrokken in de streekproef was de methode Hall en Liebman (1998) niet bruikbaar. Vanwege de beperkte mediane en gemiddelde beloning in de vorm van aandelen en opties en de totale spreiding van de aandelenrendementen tussen de -6,2% (1^e deciel) en +17,4% (9^e deciel), kan er voor de Nederlandse situatie geen uitspraak over de pay-performance relatie gedaan worden op basis van de methode Hall en Liebman (1998). Een algemene conclusie voor wat betreft de relatie tussen de prestatie van de onderneming en de beloning van de bestuurder is dat er zich in Nederland geen 'Amerikaanse' toestanden voordoen. **De bevinding dat er door de beperkte spreiding van aandelenrendementen en de beperkte gemiddelde en mediane beloning (in absolute vorm) geen uitspraak kan worden gedaan over de PPS-relatie in Nederland duidt slechts op de onbruikbaarheid van de methode Hall en Liebman (1998) voor de Nederlandse situatie. Deze bevinding doet geen uitspraak over de mogelijke aan- of afwezigheid van earnings management in Nederland door de beperkte spreiding van aandelenrendementen.**

- De PPS-relatie aan de hand van de Jensen en Murphy - sensitiviteit laat zien dat de sensitiviteit slechts 0,02 eurocent bedraagt voor de CEO bij een waardestijging van €1000 en voor de CFO 0,01 eurocent. De conclusie is dat de Nederlandse topbestuurder niet profiteert van een waardestijging van de onderneming. Voor de Verenigde Staten vonden Jensen en Murphy (1990) dat voor iedere \$1000 dollar waardestijging de CEO met \$3,25 'meeprofiteerde'. Aanzienlijk meer dan zijn Nederlandse collega.
- De sterke van de relatie tussen de prestaties van de onderneming en de ondernemingsbeloning is onderzocht aan de hand van een multiple lineaire regressie tussen de optiebeloning en het aandeelhoudersrendement. Voor de CEO werd een regressiecoëfficiënt gevonden van 0,34 en voor zijn financiële collega een regressiecoëfficiënt van 0,24. De betekenis hiervan is dat 34% van de variantie in de optiebeloning van de CEO verklaard wordt door het aandeelhoudersrendement. Conclusie is dat er een zwakke mate van samenhang bestaat tussen de prestatie van de onderneming en beloning van de bestuurder.

De conclusies van dit onderzoek voor de inrichting van de corporate governance in Nederland bevestigen dat het goed gesteld is met de transparantie van de bezoldigingscomponenten in Nederland na invoering van code met ingang van verslagjaar 2004. Alle benodigde data zijn transparant uit de jaarrekeningen te halen. In die zin is de commissie Tabaksblat erin geslaagd om met de code meer transparantie te bewerkstelligen op het bezoldigingsbeleid in Nederland. Tevens geven de conclusies van het onderzoek aan dat in vergelijking met eerder onderzoek in Europees verband, conform paragraaf 2.3.4, de pay-performance sensitiviteit lager is dan vergelijkbare Amerikaanse studies.

5.3 Beperkingen van het onderzoek

- De onderzoekspopulatie was gebaseerd op de ondernemingen met een beursnotering in de AEX-index per 31-12-2007. De AEX-index bevat die ondernemingen die qua marktkapitalisatie tot de grootste ondernemingen in Nederland behoren. In deze scriptie is aangenomen dat de AEX-index representatief is voor alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Het

aantal beursgenoteerde in Nederland is echter (veel) groter. Dientengevolge kan de populatie als beperkt worden omschreven.

- De beloningsgegevens zijn verzameld van de CFOs en CEOs. In dit onderzoek is aangenomen dat deze twee functies de belangrijkste functionarissen zijn binnen een raad van bestuur en zodoende representatief zijn. Het aantal functionarissen binnen een Raad van bestuur kan echter veel groter zijn. In de jaarrekeningen die onder de steekproef vielen zijn raden van bestuur aangetroffen van diverse pluimage, tot wel 7 personen bij bijvoorbeeld Fortis. De representanten gekozen in deze scriptie is een beperking in het onderzoek.
- De studies zoals genoemd in het onderzoek van Van Praag (2005), waarvan de tabel is opgenomen in paragraaf 2.3.4, betreffen vaak een veel langere tijdreeks. Voor de Nederlandse situatie is dit echter niet mogelijk omdat er pas volledige transparantie is na invoering van de Nederlandse code met ingang van verslagjaar 2004. Dit is eveneens een beperking in het onderzoek.
- De lineaire regressie is alleen toegepast om de sterkte van de samenhang te meten tussen de optiebeloning en het aandeelhoudersrendement. De beloningscomponent in de vorm van aandelen is niet meegenomen in het onderzoek. Dit maakt dat het onderzoek niet representatief om iets te concluderen over de sterkte van de totale beloning.
- Dit onderzoek borduurt voort op de aanbeveling van Van Praag (2005) om de PPS relatie te onderzoeken aan de hand van de modellen van Hall en Liebman (1998) en Jensen en Murphy (1990). Deze modellen zijn door Van Praag als best practise gedefinieerd. Hierdoor blijven andere prestatie maatstaven en/of modellen buiten de scope. Dit kan wellicht andere resultaten en inzichten opleveren.

Overige beperkingen:

- De keuze om bepaalde bedrijven buiten de steekproef te houden omdat er een tussentijdse functiewijziging heeft plaatsgevonden.
- Het totale aandeelhoudersrendement bestaat normaliter uit koerswinst plus ontvangen dividend. De dividendcomponent is uit de PPS-relatie en de lineaire regressie gehouden.

5.4 Aanbevelingen voor nader onderzoek

Dit onderzoek heeft zich toegespitst op een beperkt aantal verslagjaren, te weten 2004 – 2007. Dit onderzoek zou over een aantal jaren herhaald kunnen worden, zodat een dataset ontwikkeld kan worden die een langere tijdreeks kent, waardoor een groter aantal observaties worden meegenomen. Ter uitbreiding van dit onderzoek zouden alle beursgenoteerde ondernemingen meegenomen kunnen worden, dus bijvoorbeeld ondernemingen met een notering in de AMX. Omdat Nederland in vergelijking met de Verenigde Staten een kleine markt betreft, zou dit onderzoek ook met een aantal Europese landen gezamenlijk kunnen worden uitgevoerd.

LITERATUURLIJST

Aggarwal, R. & Samwick, A. (1998). The other side of the trade-off: the impact of risk on executive compensation. *Journal of Political Economy*, 107, 65-105.

Baarda, D. (2005). *Basisboek kwalitatief onderzoek: handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek* (2^e druk). Groningen: Stenfert Kroese.

Bertrand, M. & Mullainathan, S. (2001). Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *Quarterly Journal of Economics*, 116, 901-932.

Block, J. (2008). *Are Ceos in family firms paid like bureaucrats*. Munich: Munich University of Technology.

Boot, A.W.A. & Wallage, P. (2006). *Corporate Governance toekomstbestendig?* Retrieved April 19, 2008, from <http://www.mab-online.nl/content/63/Thema: Corporate governance toekomstbestendig?.html>

Boot, A.W.A. & Soeting, R (2004). De onderneming in een spagaat. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 178-184.

Bergwerff, C.P., Drunen Littel, A.M. & Eeftink, E. (2007). *KPMG Jaarboek externe verslaggeving 2007/2008*. Kluwer.

Brick, I. Palmon, O. & Wald, J. (2008). *Too much Pay Performance Sensitivity*. Newark: Rutgers Business School, San Antonio: University of Texas.

Buck, T., Bruce, A., Main, B. & Udueni, H. (2003). Long Term Incentive Plans, Executive Pay and UK company performance. *Journal of Management Studies*, 40, 1703-1721.

Bureau-onderzoek / Deskresearch. (2004). Retrieved December 14, 2008 from <http://www.moaweb.nl/bibliotheek/digitaal-woordenboek/d/bureau-onderzoek-deskresearch>

Buunk, H. (2007). *Beleggen en financiële markten*. Sdu.

Chang, H., Choy, H.L. & Wan, K.M. (2008). *Effect of the Sarbanes–Oxley Act on CEOs' Stock Ownership and Pay-performance Sensitivity*. Philadelphia: Drexel University, Dallas: University of Texas.

Canyon, M. & Murphy K. (2000). The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom, *The Economic Journal*, 110, 640-671.

Canyon, M., Peck, S., Read, L. & Sadler G. (2000). The structure of executive compensation contracts: UK evidence. *Long Range Planning*, 33, 478-503.

Cornelisse, R.J.M., Duffhues, P.J.W. & Kabir, R. (2005). Beloning van topbestuurders en ondernemingsprestaties in Nederland. in: *ESB*, nr. 4470, 390-394.

Duffhues, P., Kabir R., Mertens, G. & Roosenboom, P. (2002). Employee stock option grants and firm performance in the Netherlands. *Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets*, Oxford University Press.

Ees, van H., Laan van der G., Engesaeth, E.J.P. & Selker C.A.S. (2007). *De relatie tussen de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde en de prestaties van deze ondernemingen*. Retrieved from http://www.corpgov.nl/page/downloads/onderzoekbezoldigingRuG_Towers_Perrin_2007.pdf

Engels, P. (2002), *Financiële opties als introductie naar financiële opties*. Retrieved from [http://www.talanton.nl/downloads/research/Financiele Opties als een Introductie naar Reelee Opties.pdf](http://www.talanton.nl/downloads/research/Financiele_Opties_als_een_Introductie_naar_Reele_Opties.pdf)

Enthoven als bestuurder bij Fortis / ABN (October 15, 2008). Retrieved October 15, 2008 from http://www.nu.nl/news/1789899/34/Enthoven_als_bestuurder_bij_Fortis_ABN.html

Fentrop, P. (2005). *De discussie over corporate governance in Nederland 1985 – 2005*. Amsterdam: De Nederlandse Corporate Governance Stichting.

Girma, S. , Thompson, S. & Wright, P. (2002). *Corporate governance reforms and executive compensation determination: evidence from the UK*. Nottingham: Nottingham University Business School.

Hoeven ter, R.L. (2006). *IFRS op zak*. Kluwer.

Hacken, ten P. (2006). *Hoorcollege lineaire regressie*. Open Universiteit Nederland.

Hall, B. & Liebman J. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113, 653-691.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1-78.

Jensen, M. & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.

Jong, de R.H.J. *Risico bij beleggen in opties*. (n.d.). Retrieved July 31, 2008 from http://www.lieshout-partners.nl/risico_bij_beleggen_in_opties.htm

Koop, G. (2002). *Analysis of economic data (copy 2000)*. Chichester: Wiley.

Mertens, G., Knop, N. & Strootman, R. (2007). *Pay-for-Performance in Nederland 2002-2006; de praktijk en aanbevelingen voor de toekomst*. Retrieved from [http://www.rsm.nl/portal/page/portal/RSM2/attachments/pdf1/Pay-Performance Onderzoek Nederlandse Beursfondsen 2002-.pdf](http://www.rsm.nl/portal/page/portal/RSM2/attachments/pdf1/Pay-Performance_Onderzoek_Nederlandse_Beursfondsen_2002-.pdf)

Monitoring Commissie Corporate Governance Code. (2007). *Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance code*, 1-116.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code. (2008). *Corporate Governance opvatting vanuit een aandeelhoudersperspectief, De Nederlandse situatie internationaal bezien*, 1-18.

Parthasarathy, A., Bhattacharjee, D. & Menon, K. (2006). *Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance: An Empirical Analysis*. Calcutta: Indian Institute of Management Calcutta.

Ozkan, N. (2007). *CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Panel Data*. Bristol: University of Bristol.

Open Universiteit Nederland (1998). *Financieel Management part 3*. Werkboek deel 1.

Peters, J.F.M. (2002). *Corporate Governance in Nederland 2002: De stand van zaken*. Amsterdam: Nederlandse Corporate Governance Stichting.

Perry, T. & Zenner, M. (2001). Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts. *Journal of Financial Economics*, 62, 453-488.

Praag, van C.M. (2005). *Literatuuronderzoek "Relatie beloning van topbestuurders en bedrijfsprestaties"*, In opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 1-78.

Staat haalt geld op voor overname Fortis. (October 13, 2008). Retrieved October 13, 2008 from

http://www.nrc.nl/economie/fortis/article2021356.ece/Staat_haalt_geld_op_voor_overname_Fortis

Stathopoulos, K., Espenlaub, S. & Walker M. (2004). *How does management compensation respond to exceptional performance*. Manchester: Manchester School of Accounting and Finance.

Verschuren, P., & Doorewaard, H. (2003). *Het ontwerpen van een onderzoek (3^e druk)*. Utrecht: Lemma.

Votron leidt top 10 beloningsschandalen. (June 20, 2008) . Retrieved June 21, 2008 from <http://www.vebbev.nl/acties/artikel.php?newsnr=4839&SID=9514e099e679eb36ef1c947fc40ef4c8>

BIJLAGEN

1. Richtlijn 271 “Personeelsbeloningen”
2. Kernelementen van IAS 19 “Personeelsbeloningen”
3. IFRS 2 “op aandelen gebaseerde betalingen”
4. Verschillen IFRS met Richtlijn 271
5. Integrale tekst van de bezoldiging van het bestuur uit de Nederlandse corporate governance code

Bijlage 1 – RJ 271 “Personeelsbeloningen” (Bergwerff, 2007)

- **Beloningen tijdens dienstverband**

- **Beloningen volgend uit een arbeidsovereenkomst (RJ 271, paragraaf 2)**

De personeelsbeloningen volgend uit een arbeidsovereenkomst worden als last verwerkt in de periode waarin de arbeidsprestatie wordt verricht. Indien de beloningen niet zijn uitbetaald, dan wordt er een verplichting in de balans opgenomen. De verwachte betalingen voor winstuitdelingen en bonussen worden als verplichting genomen indien:

1. de verplichting tot betaling is ontstaan op of voor balansdatum; en
2. een betrouwbare schatting kan worden gemaakt van de verplichting.

Voor een op de balansdatum bestaande verplichting tot het doorbetalen van loon aan personeelsleden die op de balansdatum naar verwachting geheel of gedeeltelijk niet in staat zijn om werkzaamheden te verrichten door ziekte of arbeidsongeschiktheid dient een voorziening genomen te worden.

Bijdragen voor de levensloopregeling dienen in aanmerking genomen in de periode waarover de bijdragen zijn verschuldigd.

De verplichtingen uit hoofde van beloningen tijdens het dienstverband dienen naar hun inhoud in de balans te worden gepresenteerd als voorziening dan wel een schuld. In de winst- en verliesrekening worden de kosten gerapporteerd als resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening. Tevens dient de rechtspersoon in de toelichting van de enkelvoudige en geconsolideerde jaarrekening te vermelden:

- Het gemiddeld aantal werknemers dat bij de rechtspersoon in dienst is geweest.
- Het aantal medewerkers dat buiten Nederland werkzaam is.

- **Aandelenoptieregelingen (RJ 271, paragraaf 7)**

Bij toekennen van aandelenopties aan personeel is in het algemeen de uitoefenprijs per aandeel gelijk aan de beurskoers per aandeel bij toekenning van de aandelen. Indien de uitoefenprijs per aandeel lager is dan de beurskoers op moment van toekenning, dan wordt het verschil (beter bekend als de intrinsieke waarde) in de winst- en verliesrekening onder de lonen verwerkt. Conform RJ271. 707 wordt aan het eind van ieder boekjaar de veranderingen in de beurskoers als last of bate in de verlies- en winstrekening onder de lonen verwerkt. De bate of last worden gecorrigeerd op een vrij uitkeerbare reserve in het eigen vermogen. In de toelichting dient de volgende informatie te worden opgenomen:

1. een beschrijving van de regeling, met de condities voor de onvoorwaardelijke aanspraken;
2. de grondslagen voor waardering en resultaatbepaling;
3. het beleid ten aanzien van het afdekken van verleende aandelenopties;
4. de positie per balansdatum van de verleende en de nog niet afgedekte aandelenopties;
5. indien per balansdatum afdekking geheel of gedeeltelijk door middel van inkoop van eigen aandelen, de verwerving van callopties op eigen aandelen of soortgelijke transacties heeft plaatsgevonden, de hiervoor gemiddelde betaalde prijzen;
6. het bedrag dat gedurende het jaar onder de lonen is verwerkt als gevolg van de toegekende aandelenopties;
7. de mutaties in het eigen vermogen, waarbij de mutaties als gevolg van verleende opties en uitgeoefende opties in ieder geval afzonderlijk dienen te worden gepresenteerd.

- **Beloningen in de vorm van (rechten) op uitkeringen in de periode wanneer normaliter geen arbeidsprestaties worden verricht**

- **Pensioenuitkeringen (RJ 271, paragraaf 3)**

De meest ingrijpende wijziging van de Richtlijn 271 is de waardering van de pensioenverplichting geweest. Tot 2005 namen de ondernemingen de bedragen die zij aan een pensioenfonds of verzekeraar betaalden als last op in de winst- en verliesrekening. Door de invoering van de nieuwe Richtlijn zal voor ondernemingen een toegezegd-pensioenregeling (defined benefit) gelden indien er sprake is van :

- een verplichting tot het betalen van aanvullende bijdragen indien sprake is van tekorten bij een fonds; en/of
- het dragen van een (deel) van het actuariële risico, inclusief het beleggingsrisico door een onderneming.

Indien er sprake is van een toegezegd-pensioenregeling dan dient de onderneming een verplichting in de balans op te nemen:

- De contante waarde van de pensioenaanspraken;
- + of – de per balansdatum nog niet in het resultaat verwerkte actuariële resultaten;
- de aan volgende boekjaren toe te rekenen lasten over de verstreken diensttijd;
- de reële waarde van de fondsbeleggingen per balansdatum.

Een andere variant op de pensioenregeling betreft de toegezegdebijdrageregeling. Dit is een pensioenregeling waarbij de onderneming aan het personeel toezegt om jaarlijks een bepaalde premie te betalen. De onderneming heeft na betaling van de premie geen verplichting tot het betalen van aanvullende bijdragen als sprake is van een tekort bij het fonds. Deze regeling lijkt in die zin op de oude regeling dat de betaalde premie als last in de verlies- en winstrekening verwerkt wordt. Indien de premies binnen 12 maanden na balansdatum niet geheel betaalbaar zijn, dient de verplichting te worden gewaardeerd tegen de contante waarde, verdisconteerd tegen de marktrente.

Volgens RJ 271.351 dient naast de opbouw van de voorziening van de pensioenverplichtingen, de mutatie in de voorziening en de samenstelling van de pensioenlast in de toelichting de volgende informatie te worden opgenomen:

1. een beschrijving van de hoofdlijnen van de regeling met vermelding van de belangrijkste actuariële grondslagen: disconteringsvoet, verwachte salarisontwikkeling, verwacht rendement op fondsbeleggingen, indexatiepercentages en gehanteerde overlevingstafels;
2. de methode van toerekening van de actuariële grondslagen;
3. de werkelijke opbrengst van de fondsbeleggingen;
4. de bepalingen inzake toegezegde voorwaardelijke indexaties;
5. of voorwaardelijke indexaties al dan niet zijn verwerkt in de jaarrekening;
6. indien toegezegde voorwaardelijke indexaties zijn verwerkt in de jaarrekening, de wijze waarop deze zijn verwerkt;
7. de nog niet in het resultaat verwerkte overgangsverplichting en het in het resultaat verwerkte deel van de overgangsverplichting;
8. of en in hoeverre er op grond van een besluit van het fondsbestuur of op grond van een geldende financieringsafpraak (premievaststelling) tussen de onderneming en het fonds sprake is van een premierestitutie of toekomstige premiereductie.

○ **uitkeringen uit hoofde van vervroegde uittredingsregelingen (RJ 271, paragraaf 4)**

VUT-regelingen hebben in het algemeen het volgende karakter:

- een tijdelijke uitkering tot de pensioendatum. Deze uitkering is afhankelijk van het laatst verdiende salaris;
- vrijheid van het personeelslid al dan niet van de regeling gebruik te maken;
- er is een zeker verband met de reeds verstreken diensttijd van het personeelslid.

De in aanmerking te nemen verplichting uit hoofde van de VUT-regeling wordt berekend op basis van de regels van RJ 252 (voorzieningen). In het bedrag dient in ieder rekening te worden gehouden met de volgende elementen (RJ 271.406):

- de personeelsleden op wie de regeling van toepassing is;
- de geschatte kans dat voor gebruikmaking van de regeling wordt geopteerd;
- de leeftijden, de salarissen, en de levenskansen van de in de berekening betrokken personeelsleden;
- de gemiddelde en incidentele salarisstijgingen in de toekomst;
- de hoogte van de verwachte VUT-uitkeringen;
- de bijkomende lasten die op de onderneming blijven drukken;
- overheidssubsidies en personeelsbijdragen;
- de disconteringsvoet.

• **Beloningen in de vorm van uitkeringen bij ontslag (RJ 271, paragraaf 5)**

Een uitkering bij ontslag is een vergoeding voor:

- een beslissing van de onderneming om het dienstverband voor de pensioendatum te beëindigen; of

- de beslissing van één of meer personeelsleden om ontslag te aanvaarden wegens overtolligheid in ruil voor een vergoeding.

Er dient een gedegen plan te zijn opgesteld en intrekking van dit plan kan redelijkerwijs geen doorgang vinden. Het plan dient minimaal de volgende inhoud te hebben (RJ 271.503):

- de betrokken locatie, de functie van en het geschatte aantal personeelsleden dat zal worden ontslagen;
- de ontslaguitkering voor iedere functiegroep; en
- de periode gemoeid met de uitvoering van het plan. Deze periode dient dermate te zijn dat er geen substantiële aanpassingen in het plan zullen komen.

De onderneming verwerkt de verplichting ten laste van het resultaat. Indien uitkering betaalbaar worden gesteld 1 jaar na balansdatum dan dient de verplichting te worden verdisconteerd tegen de marktrente.

2.1.2.2.1 Bezoldigingen van bestuurders en commissarissen (RJ 271, paragraaf 6)

Art. 2:383 BW schrijft voor dat de bezoldiging van gezamenlijke en gewezen bestuurders / commissarissen die in het boekjaar ten laste van de rechtspersoon komen in de toelichting dient te worden vermeld. Er wordt tenminste één bedrag vermeld voor bestuurders en voormalige bestuurders gezamenlijk en commissarissen en voormalige commissarissen gezamenlijk.

Onder bestuurder wordt verstaand conform RJ 271.602 de statutaire bestuurders in de zin van Boek 2 BW, de leden van het statutaire bestuursorgaan. Dit zijn natuurlijke personen of rechtspersonen die door de aandeelhoudersvergadering (bij NV/BV) of algemene vergadering van leden (bij coöperaties en onderlinge waarborgmaatschappijen) zijn benoemd.

Onder bezoldiging wordt verstaan conform RJ 271.3:

- periodiek betaalde beloningen zoals lonen, salarissen, doorbetaling bij vakantie en ziekte, sociale premies, vakantiegeld etc;
- beloningen betaalbaar op termijn zoals pensioenlasten, langdurig verlof, jubileumuitkeringen, arbeidsongeschiktheidsuitkeringen, etc. Voor een nadere uiteenzetting voor de pensioenlasten wordt verwezen naar voorgaande paragraaf;
- uitkeringen bij beëindiging dienstverband zoals afvloeiingsregelingen, golden-parachuteregelingen, kantonrechterformule en gouden handdrukken;
- winstuitdelingen en bonusbetalingen zoals tantièmes opties, bonusregelingen.

Conform RJ 271.713 dienen voor de aandelenoptieregelingen van bestuurders / commissarissen voor iedere bestuurder en commissaris afzonderlijk in de toelichting te worden vermeld:

- het aantal nog niet uitgeoefende aandelenopties aan het begin van het jaar;
- het aantal toegekende opties gedurende het boekjaar met daarbij de belangrijkste voorwaarden, zoals het aantal daarbij behorende aandelen, de uitoefenprijzen en de resterende looptijd;
- het aantal uitgeoefende opties gedurende het boekjaar met daarbij het bij de uitoefening behorende aantal aandelen, de uitoefenprijzen, de beurskoersen op het moment van uitoefening, alsmede of ten behoeve van die rechten aandelen zijn ingekocht dan wel nieuwe aandelen zijn geplaatst.
- Het aantal nog niet uitgeoefende aandelenopties aan het eind van het boekjaar met afzonderlijke vermelding van het aantal aandelen, de soort en het nominale bedrag, de uitoefenprijs, de resterende looptijd, de belangrijkste voorwaarden, de eventuele financieringsregelingen en andere gegevens die voor de beoordeling van de opties van belang zijn.

Bijlage 2 - Kernelementen van IAS 19 “Personeelsbeloningen” (ter Hoeven, 2006)

- Onderliggend principe: de kost van het verlenen van personeelsbeloningen wordt opgenomen in de verslagperiode waarin de voordelen worden verdiend door de werknemer.
- Voor beloningen op korte termijn (betaalbaar binnen 12 maanden) moet de last (verplichting) worden opgenomen in de periode waarin de werknemer de voordelen verkrijgt.
- Kosten van winstdeling en bonusregelingen moet men enkel opnemen als de entiteit een bestaande in rechte afdwingbare of feitelijke verplichting heeft tot deze betalingen en een betrouwbare schatting van deze verplichting mogelijk is.
- Voor vergoedingen na uitdiensttreding (zoals pensioenen en medische zorgverlening) dient de entiteit een onderscheid te maken tussen toegezegde-bijdrageregelingen en toegezegd-pensioenregelingen.
 - In het kader van toegezegde-bijdrageregelingen moeten de bijdragen als last (verplichting) worden opgenomen in de periode waarin de verplichting tot betaling bestaat.
 - In het kader van toegezegd-pensioenregelingen wordt een verplichting opgenomen in de balans gelijk aan het nettobedrag van:
 - De contante waarde van de verplichting uit hoofde van toegezegde pensioenrechten (de contante waarde van verwachte toekomstige betalingen die geachte worden nodig te zijn om te voldoen aan de verplichting uit dienstverlening door de werknemer gedurende de actuele en verstreken diensttijd);
 - Uitgestelde actuariële winsten en verliezen en kosten van verstreken diensttijd;
 - En de reële waarde van de fondsbeleggingen op balansdatum.
- Actuariële winsten en verliezen kunnen (a) onmiddellijk worden opgenomen in de winst- en verliesrekening, (b) uitgesteld worden tot een bepaald maximum, met het overschot te spreiden in de winst- en verliesrekening (“bandbreedte”-benadering) of (c) onmiddellijk in het eigen vermogen opgenomen worden.
- De definitie van fondsbeleggingen omvat activa gehouden door een lange termijnpensioenfonds en in aanmerking komende verzekeringscontracten.
- Voor groepsplannen wordt de nettokost in de enkelvoudige jaarrekening van de entiteit die legaal aangeduid is als sponsor opgenomen, tenzij er een contractuele overeenkomst of een vastgelegd beleid voor de toewijzing van de kost bestaat.
- Langtermijnpersoneelsbeloningen worden op een gelijkaardige wijze behandeld als voordelen na de uitdiensttreding in het kader van een toegezegd-pensioenregeling. In tegenstelling tot toegezegd-pensioenregeling, moeten actuariële winsten en verliezen en kosten van verstreken diensttijd onmiddellijk worden opgenomen.
- Ontslagvergoedingen worden opgenomen in de balans op het ogenblik dat de entiteit zich verbonden heeft om het dienstverband van één of meerdere werknemers te beëindigen voor de normale pensioendatum of om ontslagvergoedingen te betalen als gevolg van een aanbod dat aan werknemers is gedaan om vrijwillig ontslag te stimuleren.

Bijlage 3 - Kernelementen van IFRS 2 “op aandelen gebaseerde betalingen” (ter Hoeven, 2006)

- Alle op aandelen gebaseerde transacties moeten op basis van hun reële waarde worden opgenomen in de jaarrekening.
- Er wordt een last opgenomen op het moment dat de goederen of diensten worden verkregen.
- Dezelfde grondslagen gelden voor beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde entiteiten.
- In principe worden goederen of diensten die verkregen worden in ruil voor eigen-vermogensinstrumenten van de entiteit opgenomen tegen de reële waarde van de goederen of diensten. Indien deze reële waarde niet betrouwbaar kan worden bepaald, wordt de reële waarde van de eigen-vermogensinstrumenten gebruikt.
- De entiteit moet de reële waarde van de eigen-vermogensinstrumenten gebruiken met transacties met personeelsleden of voor transacties met een tegenpartij die gelijkaardige diensten levert, omdat het niet mogelijk is om de reële waarde van dergelijke diensten betrouwbaar te bepalen.
- Voor transacties die worden gewaardeerd o.b.v. de reële waarde van de eigen-vermogensinstrumenten (b.v.) diensten geleverd door het personeel) moet de reële waarde bepaald worden op de datum van de overeenkomst.
- Voor transacties die gewaardeerd worden tegen de reële waarde van de verkregen goederen of diensten wordt de reële waarde geschat op de datum van het verkrijgen van de goederen of diensten.
- Voor goederen of diensten die worden opgenomen tegen de reële waarde van de in ruil gegeven eigen-vermogensinstrumenten, stelt IFRS 2 dat in principe de voorwaarden voor onvoorwaardelijke toezegging (vesting conditions) niet in aanmerking genomen worden voor het bepalen van de reële waarde van de aandelen op opties op de waarderingsdatum, tenzij het gaat om marktgerelateerde voorwaarden. In plaats daarvan dient met de voorwaarden voor onvoorwaardelijke toezegging rekening te worden gehouden door het aantal eigen-vermogensinstrumenten dat in de bepaling van het transactiebedrag wordt opgenomen, zodanig aan te passen dat het opgenomen bedrag in verband met de als vergoeding voor de toegekende eigen-vermogensinstrumenten ontvangen goederen of diensten uiteindelijk worden gebaseerd op het aantal eigen-vermogensinstrumenten dat uiteindelijk onvoorwaardelijk wordt.
- Het gebruik van de marktwaarde voor het bepalen van de reële waarde van de eigen-vermogensinstrumenten is verplicht indien deze beschikbaar is. De entiteit moet ook de voorwaarden en bepalingen voor het verstrekken van de eigen-vermogensinstrumenten in beschouwing nemen om de reële waarde te bepalen. Indien er geen marktprijs beschikbaar is, moet de reële waarde worden geschat o.b.v. de prijs die zou worden overeengekomen voor de eigen-vermogensinstrumenten tussen goed geïnformeerde en onafhankelijke partijen in normale marktomstandigheden op de datum van de waardering. De standaard bepaald niet welk evaluatiemodel hiervoor gebruikt moet worden.

Bijlage 4 – verschillen IFRS met Richtlijn 271 (Bergwerff, 2007)

RJ 271 versus IAS 19 Employee benefits:

- IFRS kent geen vrijstellingen voor middelgrote en kleine rechtspersonen;
- RJ kent een extra vrijstellingsmogelijkheid om bedrijfstakregelingen die zijn geclassificeerd als toegezegdpensioenregelingen te verwerken als ware er sprake van toegezegde bijdrageregelingen;
- IFRS kent andere overgangsbepalingen dan RJ 271;
- VUT-regelingen vallen volgens RJ onder 'andere uitgestelde beloningen' terwijl dit bij IFRS onder de regels van de pensioenverplichtingen valt;
- bij een ondernemingspensioenfonds kent de RJ vrijstelling van toelichtingseisen. IFRS kent deze niet.

RJ 271 versus IFRS 2 Share-based payments:

- IFRS heeft een veel ruimere scope;
- Fair value (IFRS) versus intrinsieke waarde (RJ);
- IFRS 2 kent veel meer gedetailleerde toelichtingseisen.

Bijlage 5 – Integrale tekst van de bezoldiging van het bestuur uit de Nederlandse corporate governance code

II.2 Bezoldiging

Hoogte en samenstelling van de bezoldiging

Principe De bestuurders ontvangen voor hun werkzaamheden een bezoldiging van de vennootschap, die wat betreft hoogte en structuur zodanig is dat gekwalificeerde en deskundige bestuurders kunnen worden aangetrokken en behouden. Voor het geval de bezoldiging bestaat uit een vast en een variabel deel, is het variabele deel gekoppeld aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen, die deels op korte termijn en deels op lange termijn moeten worden gerealiseerd. Het variabele deel van de bezoldiging moet de binding van de bestuurders aan de vennootschap en haar doelstellingen versterken. De bezoldigingsstructuur, met inbegrip van ontslagvergoeding, is zodanig dat zij de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn bevordert, niet aanzet tot gedrag van bestuurders in hun eigen belang met veronachtzaming van het belang van de vennootschap en falende bestuurders bij ontslag niet 'beloont'. Bij de vaststelling van de hoogte en structuur van de bezoldiging worden onder meer de resultatenontwikkeling, de ontwikkeling van de beurskoers van de aandelen, alsmede andere voor de vennootschap relevante ontwikkelingen in overweging genomen. Het aandelenbezit van een bestuurder in de vennootschap waarvan hij bestuurder is, is ter belegging op de lange termijn. De hoogte van een ontslagvergoeding voor een bestuurder bedraagt niet meer dan éénmaal het jaarsalaris, tenzij dit in de omstandigheden van het geval kennelijk onredelijk is.

Best practise bepalingen

II.2.1 Opties ter verkrijging van aandelen zijn een voorwaardelijke bezoldigingscomponent, waarbij de opschortende voorwaarde bij de toekenning is dat de bestuurders na een periode van ten minste drie jaar na de toekenning vooraf vastgestelde prestatiecriteria hebben gerealiseerd.

II.2.2 In het geval dat de vennootschap, in afwijking van het in best practise bepaling II.2.1 bepaalde, onvoorwaardelijke opties aan haar bestuurders toekent, hanteert zij prestatiecriteria voor de toekenning van opties en worden de opties in ieder geval de eerste drie jaar na toekenning niet uitgeoefend.

II.2.3 Aandelen die zonder financiële tegenprestaties aan bestuurders worden toegekend, worden aangehouden voor telkens een periode van ten minste vijf jaar of tot ten minste het einde van het dienstverband indien deze periode korter is. Het aantal toe te kennen aandelen wordt afhankelijk gesteld van de realisatie van vooraf aangegeven, duidelijk kwantificeerbare en uitdagende doelen.

II.2.4 De uitoefenprijs van opties wordt niet lager gesteld dan een verifieerbare koers of een verifieerbaar koersgemiddelde overeenkomstig de officiële beursnotering op één of meer van tevoren vastgestelde dagen gedurende een periode van niet meer dan vijf beursdagen voorafgaande aan en met inbegrip van de dag van toekenning.

II.2.5 De uitoefenprijs noch de overige voorwaarden met betrekking tot de toegekende opties worden gedurende de looptijd van de opties aangepast, behoudens voor zover structuurwijzigingen ten aanzien van de aandelen of de vennootschap conform bestendige marktpraktijk daartoe noodzaken.

II.2.6 De raad van commissarissen stelt een reglement vast waarin regels worden gesteld ten aanzien van het bezit van en transacties in effecten door bestuurders anders dan die uitgegeven door de "eigen" vennootschap. Het reglement wordt op de website van de vennootschap geplaatst. Een bestuurder meldt veranderingen in zijn bezit aan effecten die betrekking hebben op Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen periodiek, doch ten minste één maal per kwartaal, bij de compliance officer, of, indien de vennootschap geen compliance officer heeft aangewezen, bij de voorzitter van de raad van commissarissen. Een bestuurder die uitsluitend belegt in beursgenoteerde beleggingsfondsen of het vrije beheer van zijn effectenportefeuille door middel van een schriftelijke overeenkomst van lastgeving heeft overgedragen aan een onafhankelijke derde is vrijgesteld van deze laatste bepaling.

II.2.7 De maximale vergoeding bij onvrijwillig ontslag bedraagt éénmaal het jaarsalaris (het "vaste" deel van de bezoldiging). Indien het maximum van éénmaal het jaarsalaris voor een bestuurder die in zijn eerste benoemingstermijn wordt ontslagen kennelijk onredelijk is, komt deze bestuurder in dat geval in aanmerking voor een ontslagvergoeding van maximaal twee maal het jaarsalaris.

II.2.8 De vennootschap verstrekt aan haar bestuurders geen persoonlijke leningen, garanties, en dergelijke, tenzij in de normale uitoefening van het bedrijf en tegen de daarvoor voor het gehele personeel geldende voorwaarden en na goedkeuring van de raad van commissarissen. Leningen worden niet kwijtgescholden.

Vaststelling en openbaarmaking van de bezoldiging

Principe Het verslag van de raad van commissarissen bevat de hoofdlijnen van het remuneratierapport van de raad van commissarissen betreffende het bezoldigingsbeleid van de vennootschap, zoals opgemaakt door de remuneratiecommissie. De toelichting op de jaarrekening bevat in ieder geval de door de wet voorgeschreven informatie over de hoogte en de structuur van de bezoldiging van de individuele bestuurders. Het in het remuneratierapport weergegeven bezoldigingsbeleid dat in het komende boekjaar en de daaropvolgende jaren wordt voorzien, wordt ter vaststelling aan de algemene vergadering van aandeelhouders voorgelegd. Elke materiële wijziging in het bezoldigingsbeleid wordt eveneens ter vaststelling aan de algemene vergadering van aandeelhouders voorgelegd. Regelingen die bestuurders belonen in aandelen of rechten tot het nemen van aandelen, en belangrijke wijzigingen in deze regelingen, worden ter goedkeuring aan de algemene vergadering van aandeelhouders voorgelegd.

De raad van commissarissen stelt de bezoldiging van de individuele bestuurders vast, op voorstel van de remuneratiecommissie, een en ander binnen het door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgestelde bezoldigingsbeleid.

Best practise bepalingen

II.2.9 Het remuneratierapport van de raad van commissarissen bevat een verslag van de wijze waarop het bezoldigingsbeleid in het afgelopen boekjaar in de praktijk is gebracht, en bevat tevens een overzicht van het bezoldigingsbeleid dat het komende boekjaar en de daaropvolgende jaren door de raad wordt voorzien.

II.2.10 Het in II.2.9 bedoelde overzicht bevat in ieder geval de volgende informatie:

- a) een weergave van het relatieve belang van het variabele en niet-variabele deel van de bezoldiging, alsmede een gemotiveerde verklaring voor deze verhouding;
- b) een verantwoording van de absolute verandering van het niet-variabele deel van de bezoldiging;
- c) indien van toepassing: de samenstelling van de groep van ondernemingen ("peer group") waarvan het bezoldigingsbeleid mede de hoogte en samenstelling van de bezoldiging van bestuurders bepaalt;
- d) een samenvatting en verantwoording van het beleid van de vennootschap met betrekking tot de duur van de contracten met bestuurders, de geldende opzegtermijnen en afvloeiingsregelingen en een verklaring in hoeverre best practise bepaling II.2.7 wordt onderschreven;
- e) een beschrijving van de prestatiecriteria waarvan een recht van de bestuurders op opties, aandelen of op andere variabele bezoldigingscomponenten afhankelijk is;
- f) een verantwoording van de gekozen prestatiecriteria;
- g) een samenvatting van de methoden die zullen worden gehanteerd om vast te stellen of aan de prestatiecriteria is voldaan en een verantwoording van de keuze voor die methoden;
- h) indien prestatiecriteria zijn gebaseerd op een vergelijking met externe factoren: een samenvatting van de factoren die zullen worden gebruikt om de vergelijking te maken; heeft één van de factoren betrekking op de prestaties van één of meer vennootschappen ("peer group") of van een index, dan wordt aangegeven welke vennootschappen dan wel welke index als vergelijkingsmaatstaf zijn of is gekozen;
- i) een beschrijving van en een verklaring voor iedere belangrijke voorgestelde wijziging van de voorwaarden waaronder een bestuurder rechten kan verwerven op opties, aandelen of op andere variabele bezoldigingscomponenten;
- j) indien enig recht van een bestuurder op opties, aandelen of op andere variabele bezoldigingscomponenten niet afhankelijk is van prestatiecriteria: een verklaring waarom dat het geval is;
- k) geldende regelingen voor pensioen en de hiermee gepaard gaande financieringskosten;
- l) overeengekomen regelingen voor vervroegd uittreden voor bestuurders.

II.2.11 De belangrijkste elementen uit het contract van de bestuurder met de vennootschap worden onverwijld na het afsluiten daarvan openbaar gemaakt. Dit betreffen in ieder geval de hoogte van het vaste salaris, de opbouw en hoogte van het variabele deel van de bezoldiging, de eventuele afvloeiingsregeling, pensioenafspraken en de prestatiecriteria.

II.2.12 In het geval dat gedurende het boekjaar aan een (voormalig) bestuurder een bijzondere vergoeding is betaald, wordt in het remuneratierapport een uitleg voor deze vergoeding gegeven. Het remuneratierapport bevat in ieder geval een verantwoording en een uitleg van de aan een in het boekjaar vertrokken bestuurder betaalde of toegezegde vergoedingen.

II.2.13 Het remuneratierapport van de raad van commissarissen wordt in ieder geval op de website van de vennootschap geplaatst.

II.2.14 De vennootschap vermeldt in de toelichting op de jaarrekening in aanvulling op de krachtens artikel 2:383d BW op te nemen informatie, de waarde van de aan het bestuur en het personeel toegekende opties en geeft daarbij aan hoe deze waarde is bepaald.